

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة



2012/19
الجامعة
قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

عنوان المذكرة
سياسة التدريب أطالي ومتطلبات زيارة كفاءة
الأسواق أطاليت
- عرض تجربة مصر -

مذكرة مقدمة من متطلبات نيل شهادة أطالية في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود ومؤسسات مالية

إشراف الأستاذ:

عمرى ريمى

الإنجاز الطالب:

- يوميزة وفاء
- غوثى جودة

السنة الجامعية 2012/2011

حمساء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطأنا ربنا لا تحمل
عليها إزوراً لما حملته على الذين من قبلنا و لا تجعلنا
ما لا طاقة لنا به و ألمعه علينا و أنتر لها و إرحمها
أنت مولانا فأنصرنا على القوء الكافرين).

سُبْحَانَ اللَّهِ الْعَظِيمِ

(سورة البقرة الآية 286.)

الشّكر و التقدير :

الحمد لله الطيبي مهاناً و ما كنا لنتقدري لو لا أن هدانا الله فبسر لنا
طريقنا لنلقمس فيه كلما ذاقنا

الحمد لله و نشكره الطيبي ألماننا لإنجاز هذا البحث
يسعدنا وبعد حمد الله و شكره أن نتقدم بظاهر الشّكر و التقدير
لالأستاذة نعمرى ريمه لصبرها و سعة صدرها و درسها الدائمة لإنجاح
هذا العمل في أحسن الظروف . و على تعاونها لنا و التي كان لها
بلغ الأثر في إنجاز هذا البحث .

نشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه المطوية .

ثمنا بذوقهم بجزيل الشّكر للأستاذة نعمرى سعيدة التي لم تبذل علينا
بسائقها و إرشاداتها في إطار إنجاز هذا البحث . و نشكر جميع
أصحابه قسم العلوم الاقتصادية بجامعة فاتح .

ولا يفوتنا أن نتقدم بالشكر إلى كل من شاركنا من قريبه أو بعيد
في إنجاح هذا العمل المتواضع .

بوجهها وفاته .

لتوبي جويدة .

قائمة الفهارس

دعا

شكر و تقدير

فهرس المحتويات

فهرس الأشكال

فهرس الجداول.

المقدمة [أ-ج]

أ.....	المقدمة
أ.....	إشكالية البحث
ب.....	فرضيات البحث
ب.....	إطار البحث
ت.....	أهداف البحث
ت.....	دوافع البحث
ت.....	الدراسات السابقة
ث.....	صعوبات البحث
ث.....	منهج البحث
ج.....	هيكل البحث

الفصل الأول : أساسيات حول الأسواق المالية وكفاءتها [55-2]

تمهيد

02.....	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية..... ص 02
02.....	المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و شروط قيامها..... ص 02
02.....	الفرع الأول : مفهوم الأسواق المالية..... ص 02
03.....	الفرع الثاني: شروط قيام الأسواق المالية..... ص 03
04.....	المطلب الثاني : وظائف و أهمية الأسواق المالية..... ص 04
04.....	الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية ص 04
06.....	الفرع الثاني : أهمية الأسواق المالية ص 06
07.....	المطلب الثالث : تقييمات الأسواق المالية..... ص 07
08.....	الفرع الأول: التقسيم حسب آجال العمليات ص 08
09.....	الفرع الثاني: التقسيم حسب زمن تنفيذ الصفقة..... ص 09

الفرع الثالث : التقسيم حسب توقيت الإصدار ص 09	الفرع الرابع: التقسيم حسب تنظيم التعامل ص 10
الفرع الخامس: التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى ص 12	المبحث الثاني : الأسواق المالية أدواتها ، أركابها ، وأهم المتغيرات المؤثرة فيها ص 14
المطلب الأول : الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية ص 14	الفرع الأول: الأدوات القابلة للتداول في أسواق النقد ص 14
الفرع الثاني : الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس المال ص 17	المطلب الثاني : الأركان الرئيسية للأسوق المالية ص 28
الفرع الأول: الطالبون للمال أو المقترضون ص 28	الفرع الثاني : العارضون للمال أو المقرضون ص 28
الفرع الثالث: الوسطاء الماليون ص 29	الفرع الثالث: المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الأسواق المالية ص 30
المطلب الأول : الناتج المحلي الإجمالي ص 30	الفرع الأول : عرض النقود ص 31
الفرع الثاني : أسعار صرف العملات ص 31	الفرع الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية ص 32
الفرع الرابع: عجز الموازنة ص 31	المطلب الأول : أسواق رأس المال الكفؤة تعريفا وشروط قيامها ص 32
المبحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية ص 32	الفرع الأول : تعريف كفاءة الأسواق المالية ص 32
المطلب الثاني : شروط قيام أسواق رأس المال الكفؤة ص 34	الفرع الثاني : أهمية أسواق رأس المال الكفؤة ص 35
المطلب الثاني : أسواق رأس المال الكفؤة الأهمية، الخصائص، والأنواع ص 35	الفرع الأول : أهمية أسواق رأس المال الكفؤة ص 35
الفرع الثاني : خصائص الأسواق رأس المال الكفؤة ص 35	الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في أسواق رأس المال ص 38
المطلب الثالث : إجراءات ومتطلبات أسواق رأس المال الكفؤة ص 41	المطلب الثالث: إجراءات تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال ص 41
الفرع الأول : إجراءات تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال ص 41	الفرع الثاني : متطلبات تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال ص 42
المبحث الرابع : سبل رفع مستوى كفاءة أسواق رأس المال معوقاتها ص 45	المبحث الرابع : مستويات كفاءة أسواق رأس المال ص 45
المطلب الأول : مستويات كفاءة أسواق رأس المال ص 45	الفرع الأول : مستوى الكفاءة الضعيف (الصيغة الضعيفة) ص 45

الفرع الثاني : مستوى الكفاءة شبه القوي (الصيغة المتوسطة)	ص45
الفرع الثالث : مستوى الكفاءة القوي (الصيغة القوية)	ص46
المطلب الثاني : أهمية نظام المعلومات في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال	ص49
المطلب الثالث : إجراءات تحسين كفاءة أسواق رأس المال العوائق التي تواجهها	ص51
الفرع الأول : إجراءات تحسين كفاءة أسواق رأس المال	ص51
الفرع الثاني : عوائق الوصول إلى كفاءة في سوق رأس المال	ص53
خلاصة الفصل الأول	ص55

الفصل الثاني: التحرير المالي و علاقته بكافأة الأسواق المالية [112-56].

تمهيد

المبحث الأول : التطورات الإقتصادية العالمية ودورها في عملية التحرير المالي	ص 57
المطلب الأول: التحول إلى إقتصاد السوق وتزايد ظهور التكتلات الإقتصادية	ص 57
الفرع الأول: التحرر الإقتصادي والتحول إلى إقتصاد السوق	ص 57
الفرع الثاني : تزايد الاتجاه نحو التكتلات الإقتصادية	ص 60
المطلب الثاني : تزايد دور المنظمان الدولية	ص 63
الفرع الأول : منظمة التجارة الدولية	ص 64
الفرع الثاني: دور صندوق النقد الدولي	ص 66
الفرع الثالث : دور البنك الدولي	ص 67
المطلب الثالث : تنامي ظاهرة العولمة بمختلف مظاهرها	ص 68
الفرع الأول : تعريف العولمة الإقتصادية ومظاهرها	ص 68
الفرع الثاني : العولمة المالية (المفهوم ، العوامل المفسرة، آثارها)	ص 69
المبحث الثاني بنظرة عامة حول التحرير المالي	ص 74
المطلب الأول : ماهية التحرير المالي	ص 74
الفرع الأول : نشأة وتطور التحرير المالي	ص 74
الفرع الثاني: تعريف التحرير المالي	ص 77
الفرع الثالث: مبررات التحول إلى التحرير المالي	ص 78
المطلب الثاني : أهداف التحرير المالي و إجراءاته	ص 81
الفرع الأول: أهدف التحرير المالي	ص 81
الفرع الثاني : إجراءات التحرير المالي	ص 82
المطلب الثالث: إستراتيجيات التحرير المالي و عناصره	ص 84
الفرع الأول: إستراتيجيات التحرير المالي	ص 83

الفرع الثاني : عناصر التحرير المالي.....	ص85
المبحث الثالث: آثار التحرير المالي على الكفاءة المصرفية	ص89
المطلب الأول: التحرير المالي كوسيلة لتحقيق الكفاءة المصرفية.....	ص98
الفرع الأول: ماهية الكفاءة المصرفية.....	ص89
الفرع الثاني : الآثار الإيجابية للتحرر المالي على الكفاءة المصرفية.....	ص92
المطلب الثاني : الكفاءة المصرفية في ظل الآثار السلبية للتحرر المالي.....	ص94
الفرع الأول : الآثار السلبية للتحرر المالي على الكفاءة المصرفية.....	ص94
الفرع الثاني : العلاقة بين التحرير المالي و الأزمات المصرفية.....	ص95
المطلب الثالث : إجراءات لرفع من الكفاءة المصرفية في ظل التحرير المالي	ص97
المبحث الرابع : آثار التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.....	ص100
المطلب الأول : إيجابيات التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.....	ص100
المطلب الثاني : سلبيات التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.....	ص103
المطلب الثالث : متطلبات زيادة كفاءة سوق رأس المال في ظل التحرير المالي.....	ص109
الفرع الأول : ضرورة توافر المعلومات الكافية عن السوق.....	ص109
الفرع الثاني : الإشراف الحذر على أسواق رأس المال.....	ص109
الفرع الثالث : توافر بيئة مؤسسية و تنظيمية و قانونية ملائمة.....	ص110
الفرع الرابع : توفر قطاع مالي قوي و مستقر	ص111
خلاصة الفصل.....	ص112

الفصل الثالث: واقع الأسواق المالية العربية و كفاءتها في ظل التحرير المالي - عرض تجربة

مصر [113-170]

تمهيد :

المبحث الأول : الأسواق المالية العربية و الكفاءة فيها.....	ص114
المطلب الأول: الأسواق المالية العربية	ص114
الفرع الأول: نشأة وتطور الجهاز المركزي العربي	ص 144
الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية ودوافع قيامها.....	ص115
المطلب الثاني: سمات الأسواق المالية العربية	ص117
الفرع الأول: سمات القطاع المصرفي العربي	ص117
الفرع الثاني: سمات أسواق الأوراق المالية العربية.....	ص120
المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية العربية.....	ص123
الفرع الأول : كفاءة القطاع المصرفي العربي.....	ص123

الفرع الثاني: كفاءة أسواق رأس المال العربية.....	ص125
المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.....	ص130
المطلب الأول: تحرير الأسواق المالية العربية ونتائجها.....	ص130
الفرع الأول: تحرير القطاع المصرفي العربي ونتائجها.....	ص130
الفرع الثاني: تحرير أسواق الأوراق المالية العربية	ص134
المطلب الثاني : تحديات الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.....	ص 135
الفرع الأول: الأزمات كتحدي أمام أسواق رأس المال العربية.....	ص135
الفرع الثاني: أسواق رأس المال العربية أمام تحدي هروب رؤوس الأموال العربية.....	..ص136
الفرع الثالث: تحدي إلتزام أسواق رأس المال العربية باتفاقية العامة لتحرير الخدمات.....	ص137
المطلب الثالث: أساليب مواجهة تحديات التحرير المالي في الأسواق المالية العربية.....	ص138
الفرع الأول: التحوط ضد الأزمات في أسواق رأس المال العربية.....	ص138
الفرع الثاني: تطوير أسواق رأس المال العربية.....	ص138
المبحث الثالث: كفاءة السوق المالي المصري.....	ص141
المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي المصري.....	ص141
الفرع الأول: نشأة وتطور القطاع المصرفي في مصر.....	ص141
الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في مصر.....	ص144
المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في البورصة المصرية.....	ص147
المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية المصري	ص148
الفرع الأول: مصادر المعلومات في السوق المصري.....	ص148
الفرع الثاني: واقع نظام المعلومات في بورصة مصر.....	ص149
المبحث الرابع : السوق المالي المصري في ظل التحرير المالي.....	ص153
المطلب الأول : تحرير السوق المالي المصري	ص153
الفرع الأول: تحرير القطاع المصرفي المصري.....	ص135
الفرع الثاني : تحرير سوق الأوراق المالية في مصر.....	ص158
المطلب الثاني : نتائج التحرير المالي على السوق المالي المصري.....	ص160
الفرع الأول : نتائج تحرير الجهاز المصرفي	ص160
الفرع الثاني: تحرير سوق الأوراق المالية في مصر.....	ص160
الفرع الثاني : نتائج التحرير على سوق الأوراق المالية المصري.....	ص160
الفرع الثاني: مؤشر عدد الشركات.....	ص162
الفرع الثالث : سيولة السوق	ص163

المطلب الثاني : كفاءة السوق المالي في ظل التحرير المالي	ص 165
الفرع الأول : إجراءات تطوير كفاءة السوق المالي في ظل التحرير المالي.....	ص 165
الفرع الثاني : أسباب عدم نجاعة التحرير المالي في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية.....	ص 168
الفرع الثالث : إستراتيجيات للرفع من الكفاءة في سوق الأوراق المالية بمصر.....	ص 169
خلاصة الفصل	ص 170
الخاتمة.....	ص 172
قائمة المراجع.....	ص 173
الملخص	

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
76	تواتر يخ البدأ في سياسة التحرير المالي	01
107	أهم الأزمات المالية الناتجة عن التحرير المالي	02
118	هيكل القطاع المصرفي في الدول العربية (الحصة إجمالي الموجودات المصرفية).	03
119	الكتافة المصرفية للدول العربية.	04
137	التزام أسواق رأس المال العربية باتفاقية العامة لتحرير الخدمات	05
143	مراحل تطور القطاع المصرفي في مصر	06
145	التطورات التي سهدها سوق الأوراق المالية في مصر	07
150	مثال عن المعلومات وإنعكاسها في السعر في سوق الأوراق المالية المصرية	08
151	علاقة المعلومات غير المالية بغير سعر السهم معدلات القائدة	09
154	الحقيقة على الودائع قبل عملية التحرير سوق الأوراق المالية في مصر.	10
155	أسعار القائدة الحقيقة في مصر ما بين 1990- 2006	11
156	معدل الإقراض لقطاع الخاص بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995،2007)	12
161	تطور رأس المال السوقي لبورصة مصر الفترة(2009-2011)	13
162	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة	14
163	تطور مؤشر السيولة في بورصة مصر	15

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
7	تقسيم الأسواق المالية	01
27	الأدوات المالية في أسواق المال	02
40	منحنى التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	03
47	المعلومات في المستويات الثلاثة للكفاءة	04
48	منحنى يوضح العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث	05
170	مخطط يوضح العوامل المؤثرة في سعر السهم	06

المقدمة

المقدمة :

بعد السوق المالي أداة تمويلية هامة تعمل على الجمع بين المعاملين الاقتصادي أصحاب الفوائض المالية وأولئك الذين يعانون من العجز المالي ، وذلك من خلال تعزيز الاستثمار في سوق رأس المال و النقد بواسطة مختلف الأدوات المتداولة في كليهما ، وبصورة تضمن إنعكاس المعلومات المتاحة داخل سوق رأس المال في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ، هكذا لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يتحققه غيره من المستثمرين لهذا من جهة ، ومن جهة أخرى ضمان الكيفية التي يتم من خلالها تحقيق أهداف المتتدخلين في سوق النقد، وهذا ما يبرز لدينا فكرة الكفاءة في الأسواق المالية و انسعي لرفعها وذلك في الشقين المكونين لهذا السوق ، كفاءة سوق رأس المال من ناحية و كذا الإشارة إلى الكفاءة المصرفية على اعتبار أن القطاع المصرفي متدخل أساسى في سوق النقد ومنه فإن ضعف هذا القطاع و عدم كفائهته من شأنه التأثير على السوق المالي.

إلا أنه وفي ظل ما شهدته الاقتصاد العالمي من تطورات سريعة و التي كان من أهمها ظاهرة العولمة الاقتصادية و المالية ، أدركـتـ الكـثيرـ من الدولـ أنـ سيـاسـاتـ الـكـبـحـ المـالـيـ التيـ كانتـ تـتـهـجـهاـ لمـ تـعـدـ توـاـكـبـ التـطـورـاتـ الـعـالـيـةـ ، كماـ أـلـهـاـ لمـ تـحـقـقـ الـأـهـدـافـ الـتـيـ خـطـطـ لهاـ ، هـذـاـ مـاـ وـلـدـ ضـغـطـ عـلـىـ الـأـسـوـاـقـ الـمـالـيـةـ فيـ هـذـهـ الدـوـلـ - فـيـ ظـلـ سـعـيـهـ الدـائـمـ لـتـطـورـ وـ تـنوـيـعـ الـأـدـوـاـتـ الـمـتـدـاوـلـةـ هـاـ وـ زـيـادـةـ كـفـاعـلـاـ - لـتـقـيـامـ بـإـعادـةـ هـيـكلـةـ النـظـامـ الـمـالـيـ وـ الـمـصـرـفـيـ حـيـثـ إـتـحـدـتـ سـلـسـلـةـ الـإـحـرـاءـاتـ الـمـتـعـلـقـةـ بـالـتـكـيـفـ معـ الـمـسـتـحـدـاتـ ، وـ ذـلـكـ يـجـعـلـ النـظـامـ الـمـالـيـ أـكـثـرـ مـرـوـنـةـ وـ فـعـالـيـةـ وـ إـبـتكـارـاـ بـمـاـ يـكـفـلـ تـحـسـينـ قـدـرـتـهـ التـنـافـسـيـةـ بـالـإـعـتمـادـ عـلـىـ سـيـاسـةـ التـحرـيرـ الـمـالـيـ ، الـكـفـيـلـةـ بـأـعـطـاءـ الـبـنـوكـ وـ الـمـؤـسـسـاتـ الـمـالـيـةـ إـسـتـقلـالـيـةـ فيـ إـدـارـةـ تـشـاطـهـاـ وـ كـذـاـ تـعـزـيزـ الثـقـةـ فيـ سـوقـ رـاسـ الـمـالـ وـ ذـلـكـ بـتـحـرـيرـهـاـ مـنـ الـقـيـودـ بـمـاـ يـضـمـنـ تـشـجـيعـ إـسـقـطـابـ إـسـتـثـمـارـاتـ الـأـجـنبـيـةـ .

ضـمـنـ هـذـاـ السـيـاقـ يـعـدـ الـسـوقـ الـمـالـيـ الـمـصـرـيـ مـنـ بـيـنـ التـجـارـبـ الـمـتـمـيـزةـ فيـ الـأـسـوـاـقـ الـعـرـبـيـةـ الـتـيـ فـتـحـتـ أـبـوـابـهـ لـتـدـفـقـاتـ الرـأـسـالـيـةـ مـنـ مـنـطـقـاتـ سـيـاسـةـ التـحرـيرـ الـمـالـيـ وـ ذـلـكـ هـدـفـ الرـفعـ مـنـ الـكـفـاءـةـ بـهـ .

تحديد إشكالية البحث:

في الوقت الذي تتحلـ فيـ الـأـسـوـاـقـ الـمـالـيـ مـكـانـةـ هـامـةـ فيـ إـقـتصـادـيـاتـ الدـوـلـ ، وـ ذـلـكـ منـ خـالـلـ الدـوـرـ الـذـيـ تـمـارـسـهـ فيـ تـموـيلـ إـسـتـثـمـارـاتـ بـإـعتـبارـهـ التـوـجـهـ الـحـدـيثـ لـلـتـموـيلـ أوـ ماـ يـعـرـفـ بـالـلـاؤـسـاطـةـ الـمـالـيـةـ ، وـ فـيـ ظـلـ التـطـورـاتـ الـإـقـتصـادـيـةـ الـعـالـيـةـ وـ الـذـيـ يـعـدـ التـحـرـرـ الـإـقـتصـادـيـ أـهـمـهـاـ ، عـمـدـتـ الـأـسـوـاـقـ الـمـالـيـةـ عـلـىـ التـكـيـفـ معـ هـذـهـ

المتغيرات وذلك بانتهاجها سياسة التحرير المالي في ظل سعيها الدائم نحو التطور و الرفع من مستويات الكفاءة فيها.

تأسيسا على هذا قمنا بطرح الإشكالية التالية : ما هو أثر سياسة التحرير المالي على كفاءة الأسواق المالية؟ وكيف يمكن لهذه السياسة أن تكون عامل محفز للرفع من كفاءة الأسواق المالية؟

على ضوء ذلك ومن أجل الإجابة على الإشكال الرئيسي نبحث إرتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية و ما هي الشروط الواجب توفرها لتحقيق الكفاءة في هذه السوق؟.

2. فيما يتجلّى أثر التحرير المالي على كفاءة الأسواق المالية؟

3. ما هو مستوى كفاءة الأسواق المالية العربية؟ و هل لسياسة التحرير المالي القدرة في الرفع من مستوى هذه الكفاءة في الأسواق؟.

فرضيات البحث :

للإجابة على الإشكالية و مختلف الأسئلة الفرعية يمكننا تحديد مجموعة من الفرضيات نسعى لتأكد من صحتها في سياق البحث و هي على النحو التالي:

1. تتحقق الكفاءة في السوق المالي بتغير القيمة السوقية للورقة المالية تبعاً لطبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق .

2. يعمل التحرير المالي دوماً على الرفع من كفاءة الأسواق المالية .

3. تعتبر الأسواق المالية العربية كفالة و بسبب سياسة التحرير المالي المتّعة ارتفعت مستويات كفاءتها.

تحديد إطار البحث :

هذا البحث سيكون في حدود كفاءة الأسواق المالية و دراسة سياسة التحرير المالي كأحد المتغيرات الاقتصادية و الآثار المترتبة على كفاءة الأسواق المالية في ظل هذه السياسة ، مع أحد السوق المالي المصري كأحد الأسواق المالية العربية التي تأثرت كفاءتها بسياسة التحرير المالي .

أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للبحث ستعرض لنشأة و تطور السوق المالي المصري والتطورات التي شهدتها من بداية التحرير إلى السنوات الأخيرة 2009-2011.

أهداف البحث :

يهدف هذا البحث إلى تحقيق ما يلي :

1. التعرض لمكونات السوق المالي والأدوات المتداولة فيه.
2. إبراز الكفاءة في الأسواق المالية كعنصر مهم في تحقيق استقرار السوق.
3. إبراز سياسة التحرير المالي كأحد التغيرات الاقتصادية المهمة وأهم دوافع إنتهاج هذه السياسة .
4. التعرف على آثار سياسة التحرير المالي خاصة على الأسواق المالية وكفاءة هذه الأخيرة.

أسباب اختيار الموضوع :

من بين الدوافع التي حفزتنا على هذا البحث نذكر منها:

1. دوافع ذاتية:

-رغبتنا في الإطلاع على الأسواق المالية من زاوية الكفاءة بما على اعتبار أننا تعرصنا في دراسة سابقة لتداعيات الأزمة المالية 2008 على الأسواق المالية العربية .

-إرادة الإلتئام حول هذه الموضوع وتشحيم الإقدام على هذه المواضيع و خصها بالدراسة .

2. دوافع موضوعية :

-قلة الدراسات حول هذا الموضوع.

-الأهمية البالغة التي تمارسها الأسواق المالية في الاقتصاد.

-ترزيد موجة التحرر الاقتصادي عبر مختلف دول العالم

الدراسات السابقة :

في سياق قيامنا بالبحث لم تصادفنا ولا دراسة تجمع بين الكفاءة في الأسواق المالية و علاقتها بالتحرير المالي إلا أننا اعتمدنا على دراسات كانت كفاعدة إنطلاق بالمفاهيم التي يتضمنها بحثنا وهي :

- 1- دراسة فیروز رجال 2003 ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية ، بحيث تحورت هذه الدراسة حول العلاقة بين الإفصاح المالي و كفاءة الأسواق

المالية و التي توصلت إلى أن للاقتصاد المالي دور كبير في تحقيق كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال الشفافية التي يتحققها.

2- أما الدراسة الثانية التي تناولها عبد القادر بريش، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية 2005، التحرير المصرفى و متطلبات تطوير الخدمة المصرفية و زيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية، بحيث ركزت على الدور الذي يلعبه التحرير المصرفى في زيادة و تنوع الخدمات المصرفية ، الأمر الذى ينبع عنه زيادة التنافس بين البنوك التجارية ، و توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن للتحرير المصرفى -الذى يتدرج ضمن إطار التحرير المالي- من شأنه أن يحسن من قدرة البنوك التجارية في تطوير الخدمات المصرفية التي تقدمها ومن ثم تحسين القدرة التنافسية لهذه البنوك.

3- أما دراسة عبد الغنى حريري ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، 2006 ، حول آثار التحرير المالي على إقتصادات الدول العربية ، بحيث ركزت على الحالات التي مستتها سياسة التحرير المالي في إقتصادات هذه الدول ، و مدى نجاح الدول العربية في تطبيق هذه السياسة ، بحيث توصلت إلى أن سياسة التحرير المالي قد ساهمت في تطوير الإقتصادات العربية .

صعوبات البحث :

من الصعوبات التي واجهتنا في سياق البحث ، قلة المراجع المتعلقة بالموضوع خاصة الكتب العلمية هذا من جهة ، ومن جهة أخرى التشابك بين المفاهيم التي يتضمنها البحث و التي تحتاج أن تكون موضوع بحث آخر بحد ذاتها ، و بالتالي يصعب علينا بخوازها لعلاقتها بالموضوع و كذا يصعب تقاديمها لتجنب إحتلال البحث.

منهج البحث:

درستنا لهذا الموضوع تطلبتنا تبني مجموعة من المنهج و ذلك الوصول إلى إباحة عن الإشكالية و اختبار صحة الفرضيات.

حيث اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لتحليل أثر سياسة التحرير المالي على الكفاءة في الأسواق المالية ، ومن ثم تحليلنا لسوق المالي المصري ، إضافة إلى إعتمادنا على المنهج التاريخي و ذلك من خلال سردنا للأحداث و الواقع الإقتصادية ، كغيرنا لنشأة و تطور السوق المالي بمصر و كذا مرحلة تحول العولمة المالية.

أما فيما يخص أسلوب البحث و جمع المعلومات فقد اعتمدنا على أسلوب المسح المكتبي ، وذلك بهدف التعرف على المراجع و البحوث و دراسات قدمت غي شكل أوراق بحث في المتنيقات إضافة إلى البحوث العلمية المقدمة في رسائل الماجستير و الدكتوراه وكذلك الدراسات و البحوث على شبكة الأنترنت بالإضافة إلى ما أتيح من كتب في سياق البحث.

هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث والإجابة عن الإشكالية الرئيسية و التساؤلات التي أثرناها فيما سبق ، و إثبات مدى صحة الفرضيات المقدمة إرتاتينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول متراقبطة ومتكمالة تسبقها مقدمة مع وجود تمهيد و خلاصة لكل فصل ، وتليهم خاتمة تحمل النتائج المتوصل إليها من هذا البحث و الآفاق المستقبلية للبحث ويكون ذلك على النحو التالي :

في الفصل الأول المعون ب "أساسيات حول الأسواق المالية و كفاءتها" حيثنا من خلاله التعرف على السوق المالي ، من خلال مباحثين يجمعان ماهية السوق و الوظائف التي يمارسها و كذا الأدوات المتداولة فيها ، وإرتاتينا أن نخصص مباحثين للتعرف على الكفاءة في سوق رأس المال و ذلك من خلال أنواعها و كذا إجراءات تحقيق هذه الكفاءة داخل السوق.

أما الفصل الثاني الذي يحمل عنوان "التحرير المالي و علاقته بكفاءة الأسواق المالية" ، يستتناول فيه أربعة مباحث ، حيث سنوضح من خلال المبحث الأول المتغيرات الاقتصادية التي لها دور في عملية التحرير المالي و في المبحث الثاني سنتطرق إلى التحرير المالي من خلال المنهج و الاستراتيجيات و السواعي من راثتها و ستعرض في المبحث الثالث إلى آثر التحرير المالي على الكفاءة المصرفية، على أساس أن التحرير المالي له آثر بالغ على القطاع المصرفى الذي يعد أهم متدخل في سوق النقد ، وستتناول في المبحث الرابع آثار التحرير المالي على كفاءة أسواق رأس المال .

أما الفصل الثالث المعون ب "واقع الأسواق المالية العربية و كفاءتها في ظل التحرير المالي ، عرض للتجربة المصرية" ، يستتناول في المبحث الأول خصائص الأسواق المالية العربية بشقيها و الكفاءة فيها ، و ستحول من خلال المبحث الثاني التعرف على تحرير هذه الأسواق و التحديات التي تواجهها الأسواق المالية العربية في ظل سياسة التحرير المالي و سنخصص المبحث الثالث و الرابع على التوالي للتحدث عن السوق المالي المصري و واقع الكفاءة به في ظل التحرير المالي.

الفصل الأول

أسسیات حول الأسواق المالية وکفاءتها

تمهيد :

إن نشوء السوق المالي جاء إنعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة ، وكذا لمتضيّبات التطور التجاري والإقتصادي ، ففكرة تلك السوق ظهرت منذ أن فكر الإنسان بإستغلال مدخلاته وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية التي سعت إلى إستثمار تلك الفوائض من خلال تلك الأسواق ، فهذه الأخيرة من شأنها أن تزيد من معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي تزداد الإدخار والاستثمار ومنه تزداد الحاجة إلى التحصيل الكفاءة لرؤوس الأموال وفي الوقت نفسه فإن توسيع النشاط يسهل من وجود سوق مالي كفء ونشيط ، لهذا فقد تم تخصيص هذا الفصل لعرض مفصل عن الأسواق المالية من خلال تعريضنا إلى أربعة مباحث تذكرها فيما يلي :

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية .

المبحث الثاني : الأسواق المالية من حيث الأدوات والأركان وأهم المتغيرات المؤثرة بها .

المبحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية .

المبحث الرابع: سبل رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية ومعوقاتها .

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

تعد الأسواق المالية بمثابة مركزاً أساسياً لتمويل إحتياجات المؤسسات و مختلف الوحدات الاقتصادية، هذا ما جعلها تحمل أهمية بالغة سواءً من خلال وظائفها أو مكوناتها، وسوف نتطرق في هذا الجزء إلى مفهوم الأسواق المالية وشروط قيامها إضافة إلى وظائفها وأهميتها وكذا تقسيماتها.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وشروط قيامها.

قطعت الأسواق المالية مرحلة كبيرة من النطور و حازت على نشاطات ووظائف لا غنى عنها، هذا ما خلق التنوع في التعريف المقدمة لها وكذا شروط قيامها.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية.

تعددت التعريفات المقدمة للأسواق المالية بحيث يمكن أن نوجزها فيما يلي:

أولاً: «عرفت على أنها:» هي الأسواق التي توفر الربط بين الوحدات الاقتصادية التي تتطلب الأموال (جهات العجز) وبين الوحدات الاقتصادية التي تعرض الأموال (جهات الفائض)، و هذا الربط قد يتم بشكل مباشر بين عارضي الأموال و طالبيها أي بين المدخرین و المستثمرین، أو يكون بشكل غير مباشر عن طريق الوسطاء الذين أو المؤسسات المالية الوسيطة¹.

ثانياً: كما يعرف السوق المالي على أنه: «نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو الأصول المالية²، ويكون هذا الجمع في إطار إجراءات قانونية و إدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواءً كان البائع أو المشتري مدخراً أو مستثمراً للأموال، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي ونمط العلاقة بين العرض و الطلب على الأموال ، و القوانين و الإجراءات المنظمة للتعامل³».

¹ فليح حسن سلحف ، الأسواق المالية و التقليدية ، عالم الكتب الحديث ، عمان ، 2002 ، ص 12.

² محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية والأصول العلمية و التحليل الأساسي ، زمزم ناشرون و موزعون ، عمان ، 2009 ، ص 22.

³ أمين عبد العزير ، الأسواق المالية ، دار فباء الحديثة للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2007 ، ص 13 ، 14.

ثالثاً: كما تعرف الأسواق المالية على أنها : «الإطار العام الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بعض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان المسائدة في أي لحظة زمنية معينة ، واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه ، وهو أشمل تعريف للأسواق المالية حيث أنه يجمع عامل الطلب و العرض و الوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية¹.

من خلال التعريف السابق يمكننا صياغة تعريف شامل للأسواق المالية وذلك باعتبارها ذلك المجال أو الإطار الذي يتم من خلاله الإتصال بين الوحدات ذات الفائض المالي و أخرى ذات العجز المالي ، سواء كان هذا الإتصال مباشر أي بين المدخرين و المستثمرين مباشرة ، أو بتدخل منشآت مالية وسيطة تسهل من صعوبة التدفق المباشر للأموال بين الطرفين ، ويتم ذلك ضمن إطار قانوني و إداري و مالي يمثل نظام السوق ، فالسوق المالي هو بمثابة القناة التي يناسب فيها المال بين الوحدات الاقتصادية المختلفة .

الفرع الثاني : شروط قيام الأسواق المالية .

يمكن إجمال الشروط الأساسية لإقامة سوق مالي فيما يلي :

أولاً : زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة .

حيث تعتبر هذه المؤسسات بمثابة أبواب إدخارية لجميع الأفراد ، فهي تقوم بعمليات الإقراض لأن الأفراد و المستثمرين من أجل إنشاء شركات و مشاريع متنبة ، هذه الأخيرة التي تعتبر بمثابة جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية² ، إضافة إلى أن هذه المؤسسات تساعده على زيادة و تشجيع عمليات الاستثمار و تنميتها وذلك من خلال دورها ك وسيط بين من يملك المال ولا يرغب في الاستثمار و من لا يملك المال و يريد الاستثمار ، وهذه العملية تشجع على تكوين شركات المساعدة العامة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي³ . لهذا فإن تشجيع

¹ رسيد أحمد أبوزبي ، الأسواق المالية و النقدية ، لتعز للنشر و التوزيع ، عمان ، 2004 ، ص 12.

² جمال جوينان الجمل ، الأسواق المالية و النقدية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2002 ، ص 15.

³ أحمد سير النجار ، الأسواق المالية ، عن الموقع : www.kantakji.com/files/42016 . تاريخ الإطلاع : 2011/12/12.

السوق المالي يقتضي الإهتمام بالإدخار في القطاع الخاص و الذي يتحول في النهاية إلى عمليات إستثمارية منتجة هذه الأخيرة لا يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية داخل الدولة¹.

ثانياً : وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة.

حيث يعتبر الاستقرار السياسي عاملًا مهمًا لجذب رؤوس الأموال ، و تحويلها من إدخارات إلى استثمارات ، إلى جانب هذا يجب على الدولة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج و تحويل رأس مال المستثمر الأجنبي أيضًا عند نهاية الاستثمار إلى بلدائهم ، وهذا ما يطلق عليه عدم وجود رقابة على النقد².

ثالثاً : ضرورة وجود الأنظمة والقوانين التي تنظم عمل السوق المالي³.

رابعاً : الإهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها ، ويكون ذلك من خلال تعريف المستثمرين بأنواع الشركات و الاستثمارات المزودة في السوق ، وذلك بتوفير الملازيم في نشر أسعار الأوراق المالية⁴.

المطلب الثاني : وظائف وأهمية الأسواق المالية .

تؤدي الأسواق المالية وظائف متعددة فهي أداة مهمة لتوفير المال و تقديم الأنشطة المختلفة ، و تتضح أهميتها في العمل كونها حلقة وصل ما بين الإدخار و الاستثمار .

الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية .

تعددت وظائف الأسواق المالية ، نوجزها فيما يلي :

أولاً : تشجيع الإدخار.

حيث أن تشجيع الأفراد و المؤسسات على الإدخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى

¹أمين عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص 17.

²رحمة أحمد أبو موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 13.

³أحمد مير النجاش ، مرجع سبق ذكره ، ص 159.

⁴رحمة أحمد أبو موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 15.

استثمارات في الأسهم والسنديات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية¹.

ثانياً : تعمل الأسواق المالية على تحقيق الموازنة ما بين قوى العرض و الطلب ، و تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات و المبادرات كافية²، وهذا ياعتبرها أداة مساعدة على تحديد أسعار الأسهم و السنديات فهي مكان إلقاء العرض و الطلب على تلك الأوراق و عليه فإن التنافس عليها يجعل كل من العرض و الطلب يتغير بارتفاعاً و إنخفاضاً إلى أن يحدث التوازن و يحدد سعر البيع بصورة آلية³.

ثالثاً : تعمل الأسواق المالية على جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعين⁴ في الاقتصاد القومي ، و تحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد و الشركات⁵.

رابعاً : تعمل الأسواق المالية على المحافظة على الثروة و تنسيتها ، حيث تعتبر الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ الثروة (القيمة) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل؛ فيتم بيعها لاسيمماً و أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تأكل بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباحاً و بذلك فإنها تساعده على نمو الثروة لمن يقتنيها⁶.

خامساً : المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية ، وذلك ياعتبر أن السوق المالي يوفر الآلة المناسبة و الفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد ، من خلال الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوى لها ، عن طريق أسلوب عمليات السوق المفتوحة⁷.

¹ رأس المال غير الموظف هو رأس المال للأرباب الذي يخرج نظراً للعدم وجود أسواق مالية محلية واسعة تعطي بذلك إمكانية متعددة ، فوجود أصول في مال غير الموظف ينبع من طبيعة هدف الأموال للخارج .

² طارق محمد خليل الأعرج ، الأسواق المالية ، رسالة دكتوراه ، تخصص إدارة المصارف ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، الأكاديمية العربية المفتوحة ، الدمام ، 2011 ، ص 110.

³ السيد عبد القادر متولي ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، عمان ، 2010 ، ص 57.

⁴ سامية عمر عبده ، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة قلعة ، 2003-2002 ، ص 4-7.

⁵ السيد عبد القادر متولي ، مرجع سابق ذكره ، ص 57.

⁶ طارق محمد خليل الأعرج ، مرجع سابق ذكره ، ص 07.

⁷ نفس المرجع ، ص 08.

سادساً : تقوم الأسواق المالية بدعم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي وذلك من خلال¹ :

- 1- التقليل من تكاليف المعلومات والمعاملات فالسوق إنماي وبطريقة فعالة يعمل على نقل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أي بتحويل المدخرات إلى إستثمارات .
- 2- يوفر السوق إنماي السيولة للمشاريع الإستثمارية ، فهو يسهل لالمستثمرين ربط مدخراتهم في مشاريع طويلة الأمد ، فهو يتمتع بسيولة عالية تقلل من مخاطر الاستثمار في تلك المشاريع وبالتالي فإنه يحسن من فرص النمو الاقتصادي .

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية .

تكمّن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر أهاها فيما يلي :

أولاً : نشر سلوك الإستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية ؛ حيث تعرض الأسهم والسنادات وغيرها من الأدوات المالية و ذلك بغرض تمويل المشروعات ، كما وأنه كلما اتسع نطاق الوعي بأهمية النشاط الإستثماري و توافق هذا الإتساع مع المناخ الإستثماري الملائم في الرفاهية الاقتصادية فإن دور الأسواق المالية يكون محور التحفيز المباشر و الحذب الحقيقي للأفراد و الشركات² .

ثانياً : تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرات ، وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دوراً فعالاً في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال عملية الإكتتاب³ .

ثالثاً : وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة ، وذلك من خلال إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل و هذا ما يضمن إلى حد بعيد مناخاً إستثمارياً يتسم بالشفافية و منه يساعد على توجيه الإستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً⁴ .

رابعاً : تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الإستثمارية فيما بين الأسر ، و المؤسسات و الحكومة كأطراف إقتصادية رئيسية وذلك لتحويل المورد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى

¹ أحمد متير النجارة، مرجع سابق ذكره ، ص 07.

² هريشار معرف ، الإستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2003 ، ص 84.

³ نفس المرجع ، ص 84.

⁴ وليد الصافي ، أنس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل ، عمان ، 2009 ، ص 23.

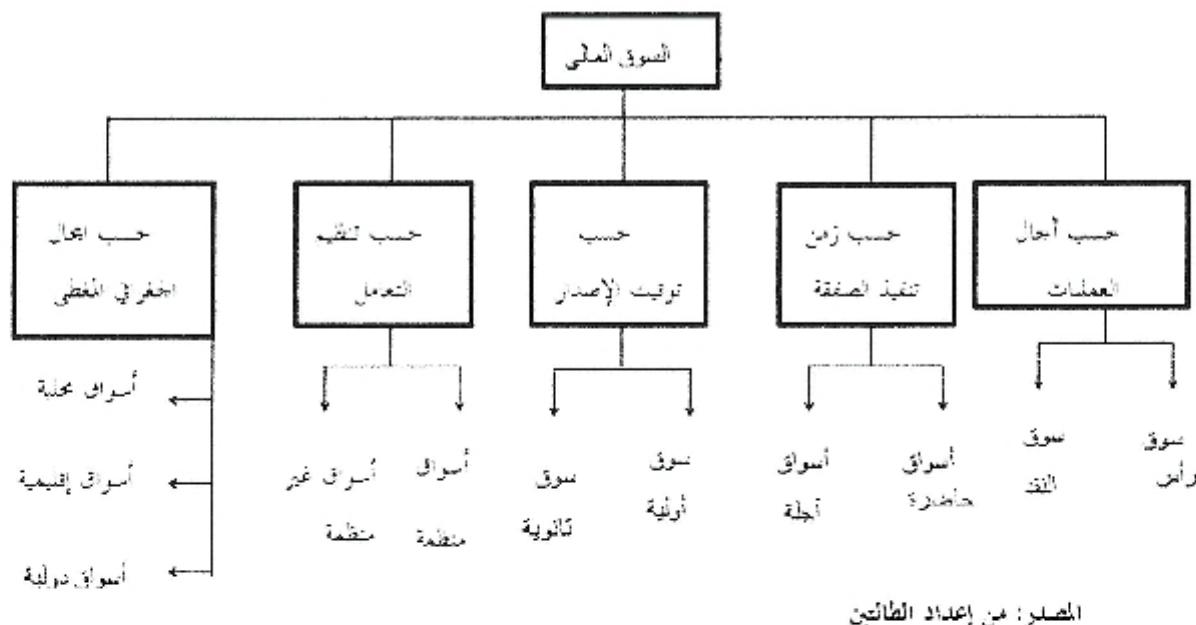
الإستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن ، و لربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بأطراف مدينة ذات العجز¹.

خامساً : يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و مكاتبها المتخصصة و خبرائها تقليل النصع للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة ، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب و العرض ، لهذه الأدوات المالية وبيان احتياجات هذه الشركات و تحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات².

المطلب الثالث : تقسيمات الأسواق المالية .

تسعى المنظمات و الأفراد للحصول على الأموال و تبادلها من خلال الأسواق المالية ، هذه الأخيرة التي تضم عدة أسواق يتم من خلالها تداول الأوراق المالية ، ستقسم * السوق المالي وفق عدة معايير حسب المخطط التالي :

الشكل رقم (٠١) : تقسيم الأسواق المالية .



المصدر: من إعداد الطالب

* هذه التقسيمات ليست نهائية بل مختلف من كاتب إلى آخر

¹ هريلار معروف ، مرجع مسائل ذكره ، ص 88.

² نفس المرجع ، ص 88.

الفرع الأول: التقييم حسب آجال العمليات .

تقسم الأسواق المالية بحسب هذا المعيار إلى :

أولاً: سوق النقد .

هو السوق الذي تداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السمسرة و البنوك التجارية ، وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة ، ويطلق عليها كذلك سوق السيولات¹.

يمكن أن يعرف السوق النقدي بأنه السوق الذي يوفر عملية الإقراض و الإفراض و المتاحة بالأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل أعلاً في تحقيق العوائد و الأرباح للمستثمرين فيه².

من خلال هذين التعريفين يمكن القول بأن سوق النقد هو سوق يختص في الأدوات المالية التي لا تتجاوز فترة استثمارها السنة الواحدة (قصيرة الأجل) ومتىزها هذا السوق ، بالرونة العالمية³ و المسهولة المرتفعة و إنخفاض درجة المحاطرة⁴ .

ثانياً : سوق رأس المال .

يطلق عليه سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تبييناً له عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو سوق النقد⁵ . وعموماً سوق رأس المال يتمثل في المؤسسات و الأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الأجل أي إقراض الأموال و إستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ، وذلك بهدف إستغلال الأموال لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها ، ومن الخصائص المعيبة لسوق رأس المال أنه يمثل محور العملية الإستثمارية⁶

* سوق السيولات هو سوق يختص في الأدوات قصيرة الأجل والتي تفتح بقدر عالٍ من انسبرلة ، ويمكن تسليمها فور عرضها للبيع وبأدنى قدر من الحسابات.

** الرونة العالمية ، مذاتيحة فئة الإستثمار النصبة الأجل مما يعطي للمؤسسة صفة المرونة والاستجابة السريعة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظم العوائد.

*** إنخفاض المحاطرة وذلك بسبب تدني المحاطر النقدية ، حيث أن التغيرات الخادمة في أسعار القاعدة السوقية ترك آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لاته الأوراق بسبب قصر الأجل ، وكذلك تدني درجة محاطر الإئتمان المرتبطة باحتمالات عجز الدين عن الوفاء بيده.

**** محور العملية الإستثمارية : حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لتغيرات طبوية وتحصل عوائد مستقرة ومنتظمة غالباً .

¹ محمود جبار ، اليورصة و موقعها من أسواق العملات المالية ، دار هومه ، الجزء الأول ، الجزائر ، 2002 ، ص 64، 65.

² زياد رمضان ، مروان شوط ، الأسواق المالية ، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، 2007 ، ص 44.

³ محمود جبار ، مرجع سبق ذكره ، ص 71.

الأسواق المالية¹ . وعليه فإن أسواق رأس المال هي أسواق متخصصة في الإستثمارات طويلة المدى وتعامل بشكل رئيسي في الأسهم (العادية و الممتازة) سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو مصالح إقليمية² .

الفرع الثاني: التقسيم حسب زمن تنفيذ الصفقة .

يمكن أن تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى³ :

أولاً : الأسواق الحاضرة

هي الأسواق التي تعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ، وهنا تتقلل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها .

ثانياً : الأسواق الآجلة .

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية ، تعامل في الأسهم و السندات من خلال عقود و إتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، يعني أن يدفع المشتري قيمة الورقة و يتسلمه في تاريخ لاحق ، و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب خاطر تغير السعر .

الفرع الثالث : التقسيم حسب توقيت الإصدار .

تقسم الأسواق المالية وفق هذا المعيار إلى :

أولاً: السوق الأولية .

وتسمى بسوق الإصدارات الجديدة حيث يتم بيع و شراء الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية، التي تطرح لأول مرة للتداول⁴ . فهي بمثابة أداة لتحمي المدخرات و تقديمها للمشروعات و تنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال «المكتتبين» وبين تلك المشروعات⁵ . وقد يتم إصدار و تصريف هذه الأوراق

¹ أمين عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 21،20

² سمير عبد الحميد رضوان ، المشقات المالية ، دار النشر للجامعة ، مصر ، 2004 ، ص 21.

³ حنفي عبد العفار ، رسالة قریاقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 ، ص 07.

⁴ عشواظ جبار ، مرجع سابق ذكره ، ص 55.

⁵ عبد العفار حنفي ، رسالة قریاقص ، مرجع سبق ذكره ، ص 36.

إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو موسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسنادات التي أصدرتها ، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة و هو قيام مؤسسة مالية تصدر هذه الأوراق ، تعد الأسواق الأولية بمثابة الوسيمة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل إستثمارها و تبعاً لذلك فهي بمثابة سوق لـإستثمار الحقيقي لتلك الوحدات و سوق لـإستثمار المالي للوحدات المشترية للأوراق المالية¹.

ثانياً : السوق الثانوية .

هي السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية و ثم تداووها بين المستثمرين ، و هذا تعرف بسوق الإصدارات القديمة². تقوم السوق الثانوية بدور مهم لا يمكن الاستغناء عنه في الاقتصاد ، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً يعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوقاً أولية ، ففي السوق الثانوية يمكن تسليم الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية ، إلى جانب ذلك تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية ، حيث أنه كلما زاد سعر الورقة المالية في السوق الثانوية كلما زاد سعرها (الورقة المصدرة) في السوق الأولية ، ومن ثم قيمة رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة . و عموماً يتحدد السوق الثانوي شكلين أسواق منتظمة و أسواق غير منتظمة .

الفرع الرابع: التقسيم حسب تنظيم التعامل .

تصنف الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى :

أولاً : السوق المظمة .

يطلق عليها إسم بورصة الأوراق المالية ، حيث يلتقي فيها بائعوا و مشترياً الأوراق المالية ، أو مندوبيهم ، يمكن تحديد و تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة و مستوفاة لشروط التداول³ .

¹ عاطف وليم اندرابوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، موسسة شباب الجامعه ، الاسكندرية ، 2005 ، ص 08.

² محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات، دار النهضة، الأردن ، 1993 ، ص 52.

³ عاطف وليم اندرابوس : مرجع سابق ذكره ، ص 09.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح ب التداول

¹: أسلوبها

1. **السوق الأولى:** والذي يختص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم.

2. **السوق الثانية:** بحيث تعرف على أنها : « جزء من السوق الثانوية والتي يتم من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة ، حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية . وعادة ما تخصص هذه السوق للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية».

ثانياً : السوق غير المنظمة .

هي أسواق لا تجوز على موقع جغرافي محدد فضلاً عن تعاملها بالأوراق المالية سواء كانت مسجلة أو غير مسجلة في البورصة² ، ويستخدم إصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم³. يتضمن السوق غير المنظم سوقين هما :

1- السوق الثالث :

هو جزء من السوق غير المنظمة يذكرون من بيوت المساجر من غير الأعفاء في الأسواق المنظمة⁴، تتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ و إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السمسارة ، إلى حد الحصول على تخفيضات مغربية خاصة وأن سماسة هذه السوق غير ملزمن بحد أدنى للعمولة ، كما أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة⁵.

¹ زياد رمضان ، مروان شوط ، مرجع سبق ذكره ، ص 43.

² طارق محمد حليل الأعرج ، مرجع سبق ذكره ، ص 09.

³ محمد صالح الحناوى ، عبد الفتاح عد اسلام ، المؤسسات المالية و البورصة و انبوك التجاريه ، الدار الجامعية ، مصر ، 1998 ، ص 17.

⁴ طارق محمد حليل الأعرج ، مرجع سبق ذكره ، ص 10.

⁵ صلاح السيد حودة ، بورصة الأوراق المالية علمياً و عملياً ، مكتبة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص 24.

2- السوق الرابع :

تنشأ هذه السوق عن طريق المؤسسات المالية والإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، جاءت هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السماسرة وتميز هذه الأسواق بالسرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة¹.

الفرع الخامس: التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى .

تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى :

أولاً : الأسواق المالية المحلية .

هي الأسواق التي تقوم بتمويل المؤسسات الوطنية والخاصة وكذلك تغطية العجز الحكومي ، وذلك داخل حدود الدولة الواحدة وتحفظ السوق المحلية لقوانين محلية ، وللقواعد تمدها هيئة إشرافية وتنظيمية واحدة أو أكثر داخل الدولة².

ثانياً : أسواق المال الإقليمية .

هي تلك الأسواق التي يشتراك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصرية ، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية ومنها دول الخليج ، الدول المغاربية والاتحادات القائمة³.

ثالثاً : أسواق المال الدولية .

هي سوق يتم العمل فيها على المستوى الدولي يتمثل دورها في تمويل العمليات الدولية(كال الصادرات من السلع والخدمات) و العمليات الداخلية (كفرض الشركات الوطنية) ، وتعد أسواق المال الدولية مصدراً من

¹ حسين بن هان ، الأسواق المالية ، دار النكدي ، عمان ، 2002 ، ص 17.

² بربال كوبيل ، نظرية عامة على الأسواق المالية ، دار الفاروق ، مصر ، 2006 ، ص 10.

³ محفوظ جبار ، مرجع سابق ذكره ، ص 11.

مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذلك الحكومات لتمويل العجز والمشاريع المختلفة ، يتم فيها تجميع رأس المال من قبل الحكومات والمنظمات الدولية كالبنك الدولي والمنظمات الحكومية والبنوك .

وعليه مهما اختلفت هذه التقسيمات من كاتب آخر ، إلا أنها في جملها تؤدي معنى واحد هو توجيه مدخلات وحدات الفائض المالي إلى إستثمارات متنوعة.

المبحث الثاني : الأسواق المالية أدواتها ، أركانها ، وأهم المتغيرات المؤثرة فيها

إن عملية إنشاء وتطوير الأسواق المالية لا يتم إلا بتوفير مجموعة من الركائز الأساسية والضرورية لذلك، وتعد الأوراق المالية أهم هذه الركائز، لأنها تقوم بتسهيل مختلف العمليات في هذه الأسواق وتساعد في الحصول كل الأطراف على الوصول إلى غاياتهم ، ولا تتم هذه العمليات إلا بتوفير مجموعة من الوسطاء والشركات التجارية والإفراد ، بحيث يودون دورا فعالا في حل التعاملات وتنشيط حجم التداول لذلك سوف تتعرض إلى الأدوات المالية للأسواق المالية بمختلف أنواعها ، بالإضافة إلى أهم أركانها وكذلك مختلف المتغيرات المؤثرة بها .

المطلب الأول : الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية.

نعتم الأدوات الاستثمارية (الأوراق المالية) ، مصدراً منها من مصادر التمويل ، إذ تلبي إلينه كذا ، من شركات المساعدة و الحكومات و الهيئات الخلقية [١] ، إصدارها لغرضية احتياجاتها التمويلية إذ تتميز هذه الأدوات بالتنوع والكثرة .

وتعرف الورقة المالية على أنها: « وثيقة أو صك تعبّر عن إلتزام على مصدرها أو باعها ، وأصل خالملها أو مالكتها ، وتحول لهذا الأخير حق الحصول على تدفق معين من المدفوعات الفائدة أو العائد خلال فترة زمنية محددة^١ ».».

ومن هنا يمكن التمييز بين صفين من الأوراق المالية و ذلك وفقا لنوع الأسواق التي يتم فيها التعامل بهذه الأوراق.

الفرع الأول: الأدوات القابلة للتداول في أسواق النقد.

كما سبق التعرض إليه أن أسواق النقد هي التي تعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل ، بحيث تعد كل من المؤسسات الحكومية و الشركات الكبيرة ، المصدر الأساسي لهذه الأوراق ، كما يتمتع هذا النوع من الإستثمارات بدرجة قليلة من الخطورة وأهم هذه الأدوات يمكن إيجازها فيما يلي :

¹ طارق محمد عليل الأعرج ، مرجع سبق ذكره ، ص 20.

أولاً : أدوات الخزانة.

تعد من أهم أدوات الدين التي تصدرها الحكومات ، تتراوح فترة إستحقاقها بين 3 إلى 6 أشهر و 12 شهر ، لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة ، ويتم تداولها عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم ، أي أنها تباع بسعر أقل من قيمتها الإسمية.

أي أن هذه الصكوك تثبت أن حامليها دائن للحكومة بمبلغ معين ولفترة محددة ، وعند تاريخ الإستحقاق تقوم الحكومة بدفع القيمة الإسمية بحيث يستفيد المستثمر من العائد الذي دفعه والقيمة الإسمية التي يقبضها¹.

وتتميز أدوات الخزانة بجملة من الخصائص تمثل فيما يلي² :

1- تصدر حامليها.

2- سهولة التخلص منها والتصرف فيها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر نظراً لانخفاض أو إنعدام مخاطر السداد بحيث لا يتوقع أن الحكومة ستتوقف عن الإيفاء بالتزاماتها.

3- تعتبر أكثر الأصول السوق النقدي سهلة لأنها يمكن التصرف فيها (أي طرحها للإكتتاب العام) قبل تاريخ الإستحقاق.

4- يحصل حامليها على الفوائد مقدماً ، وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن قيمتها الإسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الإستحقاق.

ثانياً : شهادات الإيداع .

هي عبارة عن ورقة مالية ، تثبت أن حامليها وديعة لدى المصرف أو المؤسسة المالية التي أصدرها بالقيمة الإسمية المدونة عليها ، تصدرها البنوك التجارية لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها ، لذا فهي تصدر بقيم مختلفة ، وأجال متفاوتة لاتتجاوز السنة في الغالب³.

ويتم إصدارها وتسييقها بأحد الأسلوبين⁴:

¹ السيد عبد القادر متولي ، مرجع سبق ذكره ، ص 124.

² مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية ، مركز الأبحاث النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 27.

³ طارق محمد خليل الأصرح ، مرجع سبق ذكره ، ص 38.

⁴ مبارك بن سليمان آل فواز ، مرجع سبق ذكره ، ص 28.

- 1- الإصدار العام وذلك بدعوة الجمهور للإكتتاب فيها .
- 2- الإصدار الخاص وذلك بأن يتم إصدارها، بناءاً على طلب مسبق من قبل المودعين ، بشروط متفق عليها بينهم وبين البنك المصدر لها .

كما تتمتع شهادات الإيداع بمجموعة من الخصائص نذكرها فيما يلي¹:

- 1- المرونة العالية من حيث الاستحقاق ومعدلات الفائدة وتلائم جميع أدوات المستثمرين .
- 2- قابلية عالية للتداول في السوق الثانوية ، أي يمكن تسويتها قبل تاريخ الاستحقاق .
- 3- تنوع إصداراتها بحسب طلب الزبون ، أو إصدارات تعلن للجمهور ، بمقتضى واستحقاقات ومعدلات فائدة مختلفة.

ثالثاً : القبولات المصرفية.

القبولات المصرفية عبارة عن أداة دين صادرة من البنك تتضمن تعهدات البنك بدفع الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها ، ويظهر القبول المصرفي هنا بمحاسبة ضمان للدين لصالح المستفيد ، بخصوص دفع قيمة الأصل الذي أنشأ من أجله القبول المصرفي ، لاسيما في مجال التجارة الخارجية . إذ تقدم البنوك خدمات القبول المصرفي مقابل عمولة ، لتشجيع التجارة ولتحفيظ عمليات الاستيراد والتصدير .

ويتميز هذا النوع من الأدوات بالخصائص التالية²:

- 1- الأوراق قصيرة الأجل ، معندة المخاطر وبالتالي العائد عليها مرتفع.
- 2- يرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية والعلاقة بينهما عكسية.
- 3- تنتج عن عمليات تجارية حقيقة.
- 4- تباع القبولات المصرفية على أساس الخصم.

¹ سامي سيد عرقه ، إدارة المخاطر الاستثمارية ، دار الراية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009 ، ص 196.

² فؤاد ارشد التميمي ، الأسواق المالية ، دار اليازر العلمية ، للنشر والتوزيع ، عمان ، 2012 ، ص 64.

رابعاً : الأوراق التجارية.

هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتتابع بخصوص عن القيمة الإسمية ، تصدرها الشركات ذات المراكز الإجتماعية و المالية من النوعية العالية ، الحق للمستقر في الحصول على القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، والغرض الأساسي لإصدار هذه الأوراق هو تمويل الاحتياجات الموسمية ، أو لتمويل رأس المال التشغيلي ، وتشكل صناديق التقاعد والصناديق المشتركة وبعض المستثمرين الأفراد ، النسبة الأعلى لمبيعات هذه الأوراق في سوق النقد¹.

وتشتمل الأوراق التجارية بمجموعة الخصائص وهي² :

- 1- التزام المصادر بالسداد يجعل خاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدود.
- 2- من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة.
- 3- يتم تسويتها بهذه الأوراق إما مباشرة من المؤسسة المصدرة إلى المستثمرين ، أو عن طريق وسطاء رقمهما إصدار تسويق مثل هذه الأوراق، نهاية عن الشركة طالبة التمويل.

خامساً : إتفاقيات إعادة الشراء.

تعتبر أحد أساليب الإفتراء التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها لتمويل تدرون إضافي من الأوراق المالية، سهلة السويقائي يبع الناجر للمستثمر بعشرة موقنة أوراق مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه في الوقت نفسه يقوم بإبرام صفقة إعادة الشراء لتلك الأوراق مع المستثمر نفسه بسعر أعلى³.

الفرع الثاني : الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس المال.

تحتفل الأوراق المتداولة في سوق رأس المال عن تلك المتداولة في أسواق النقد بحيث أن أدوات أسواق رأس المال هي أدوات طويلة الأجل يتم التعامل بها لأكثر من سنة ، كما أنها ذات عائد مرتفع وبالتالي تتطلب على

¹ فؤاد أرشد التميمي ، مرجع سابق ذكره ، ص 65، 66.

² طارق محمد حلبي الأعرج ، مرجع سابق ذكره ، ص 41.

³ نفس المرجع : ص 42.

مخاطر كبيرة و أهم هذه الأدوات يمكن إدراجها حسب الأهمية إلى أسهم و سندات وأدوات مستحدثة وهي المشتقات المالية .

أولاً: الأسهم.

وتعتبر من أهم أو تعدد من الأوراق المالية الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال ، وبخصوصها سيتم التعرض إلى :

1- تعريف الأسهم.

يعرف السهم على أنه: «الصلك الذي تصدره شركة مساهمة بقيمة إسمية معينة ، يمثل حصة الشركك في رأس مال الشركة¹».

كما تعرف أيضاً على أنها: «عبارة عن شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقة ، وهي تبقى متداولة في الأسواق المالية أي ما لا نهاية إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة أو تصنيفها²».

كما أها: «عبارة عن أدوات طويلة الأجل وتمثل حقوقاً لمن يحملها على الدخل الصافي وأصول الشركات التي تصدرها ، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل ورأس مال تلك الشركة ، ولا يحصلون على فوائد بل يحصلون على أرباح ويتحملون خسارة³».

وما سبق يمكن اعتبار الأسهم هي عبارة عن وثيقة أو أداة مالية ذات أجل طويل ، تثبت أن حامليها جزء من رأس مال الشركة ، وذلك بحسب ما أسهم به ، وترتبط على هذه الملكية حقوق خاصة ، وهي أدوات قابلة للتداول في الأسواق المالية كما أنه ليس لها تاريخ يستحقاق .

¹ شعرون شعرون ، البورصة وبورصة الجزائر ، أطلس للنشر ، الجزائر ، 1993، ص 21 .

² علي عبد المنعم السيد ، نزار مسعود الدين العيسى ، المقدمة والمصارف والأسواق المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، 2004، ص 113 .

³ إسماعيل أحمد الشناوي ، عبد المنعم مبارك ، إقتصاديات المقدمة والمصارف والبورصة ، الدار الجامعية ، مصر ، ص 137 .

1- خصائص الأسهم : تتمتع الأسهم بالعديد من الخصائص التي تفرد بها عن باقي الأوراق المالية الأخرى ويمكن جماليتها في¹:

- الأسهم صكوك متساوية القيمة وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه .
 - عدم قابلية الأسهم للتجزئة ومنه لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد .
 - قابلية الأسهم للتداول بالطريق التجاري من كانت هذه الأسهم إسمية ، أو بالتنازل من كانت خاملاها وبالظهور من كانت لأمر .
 - ليس لها تاريخ يستحق محدد ، طالما أن الشركة ما زالت تزاول نشاطها .
 - عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة و ذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة .
- 2- أنواع الأسهم :** هناك عدة معايير لتقسيم الأسهم ، وقد تم التمييز هنا على معيار حقوق الأسهم باعتباره الأكثر استخداما ، بحيث تقسم الأسهم حسب ، هذا معيار إلى :
- أ- **الأسهم العادية:** ويمكن التعرف عليها من خلال تعريف الأسهم العادية .

ويطلق عليها البعض إسم شهادات المشاركة في الأرباح والخسائر ، وهي عبارة عن: «وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية ثابتة ، تضمن حقوقا وواجبات متساوية مالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق المالية»².

كما تعرف أيضا على أنها : «أداة مالية قابلة للتداول ، الحق لحامليها بذمة الجهة المصدرة له الحصول على عوائد ثابتة ، بجانب حصته برأس مال الشركة و المثبتة بشهادة السهم»³.

ومن المصطلحات الشائعة الإستخدام عند تداول الأسهم العادية مصطلح القيمة ، وهنا يمكن التمييز بين أنواع القيم الخاصة بالأسهم العادية :

• **القيمة الإسمية:** هي القيمة التي تظهر على قسمة السهم ، وهي محددة في القانون الأساسي للشركة .

¹ محمد عدنان بن ضيف ، الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي ، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود وثغور، جامعة بسكرة، 2007-2008 ، ص 103.

² محمد الصوري ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 107.

³ نفس المرجع ، ص 107.

- القيمة الدفترية : وتمثل في قيمة حقوق الملكية^{*} مقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

$$\frac{\text{حقوق الملكية}^1}{\text{عدد الاسهم}} = \text{القيم الدفترية}$$

- القيمة السوقية : وهي السعر الذي يباع به السهم في الأسواق المالية ، وغالباً ما تختلف هذه القيمة عن

$$\frac{\text{العائد المترافق}^2}{\text{المخاطرة درجة}} = \frac{\text{القيمة الاسمية والدفترية}}{\text{القيمة السوقية}}$$

- القيمة التصوفية : وهي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الإلتزامات التي عليها ، وكذلك حقوق حملة السهم المتداولة ، وتسمى القيمة الحقيقية للسهم أو نصيب السهم من بيع الشركة وتستخرج هذه القيمة وفقاً للمعادلة الآتية :

$$\frac{\text{قيمة المورجودت في السوق - الإلتزامات و حقوق الأسهوم المتداولة}^3}{\text{عدد الأسهوم العادي}} = \frac{\text{القيمة التصوفية للسهم}}{\text{القيمة المورجودت في السوق - الإلتزامات و حقوق الأسهوم المتداولة}}$$

- قيمة السهم بحسب العائد : وتمثل القيمة التي يدي المستثمر لاستعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح في الحصول عليه مقابل إستئجار أمواله و تستخرج بالمعادلة الآتية :

$$\frac{\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{نسبة التوزيع}^4}{\text{العائد معدل المستثمر يطلبه الذي}}}{}^{}$$

- خصائص الأسهم العادية: تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص وهي⁵ :
 - عائد السهم العادي غير ثابت وعken لصاحبها أن يتحمل خسارة كما يمكنه أن يحقق ربحاً وذلك تبعاً للنتائج التي تتحققها المؤسسة في ظل الظروف الاقتصادية المحيطة بها .

* حقوق الملكية تتضمن كل من رأس المال والإحياط والأرباح المختبرة.

¹ محضر جار ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، دار هرمة ، الجزائر ، 2002، ص 26، 27.

² نفس المرجع ، ص 27.

³ فيليح حسن خلف ، مرجع سابق ذكره ، ص 209.

⁴ نفس المرجع ، ص 209.

⁵ عمار صابني ، محددات الإسقاطية المختبرة وأثره على الأسواق الأوراق المالية ، مذكرة انتاج ، كلية العلوم الاقتصادية ، تخصص بمقاصد اقتصاديات اذالية و البنوك ، جامعة بومرداس ، 2008-2009، ص 27، 28.

- أسهم الشركة الواحدة تكون متساوية القيمة ، فلا توجد أسهم تكون قيمتها أعلى من البعض الآخر .
- السهم العادي يعطي نوعين من العائد :
 - ✓ عائد رأساً مالياً عند بيع السهم ، والذي يمثل الفرق الحقق للمستثمر بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع .
 - ✓ عائد حاري ، والذي يتمثل في نصيب السهم من الأرباح الموزعة ويتميز بأنه عائد متكرر .
- حقوق الأسهم العادية : ويتربّ على الأسهم العادية مجموعة من الحقوق يمكن أن نذكر منها¹ :
 - الحق في حصة من الأصول الشركة بقيمة ما يملكتها من الأسهم.
 - حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر .
 - المساواة، أرباح وفقاً لقرارات الإدارة .
 - حق حضور الجمعيات العمومية للمساهمين .
 - الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسنادات .
 - حق إقسام أصول الشركة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهرين الآخرين .
 - حق الإطلاع على دفاتر الشركة .
- ب- الأسهم الممتازة: ويمكن إيضاحها كما يلي :
- تعريف الأسهم الممتازة :

تعرف الأسهم الممتازة على أنها: «أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدلة المديونية (السند) وأدلة الملكية (السهم العادي) ، حيث تintel جزء من رأس المال الشركة ، والحق لحامله الحصول على عائد محدد سنوياً ، إما بتناسب من القيمة الإسمية ، أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم²».

¹ نهال فريد مصطفى ، إيمانويل السيد عبد العظيم ، الأسواق والمتوسط المالي ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 72.

² حسين بن عان ، مرجع سابق ذكره ، ص 50.

حيث أن الأسهم الممتازة تشبه المستدات في حصولها على عائد محدد يسمى بالتوزيعات ، وتشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية للتوزيعات إذ لم تحقق الشركة أرباحا ، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز لأنه يحصل عليها في السنوات القادمة (خاصية تجميع الأرباح) ¹.

- **خصائص الأسهم الممتازة :** تتمتع الأسهم الممتازة بعدة خصائص نذكر منها ²:
 - تعتبر أداة تمويلية من شأنها تخفيض نسبة الأموال المقترضة (القروض والمستدات) في هيكل رأس المال .
 - تتصف بامكانية الإستدعاء والتسليد، أي إمكانية إسترداد هذه الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو بإستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.
 - تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها ، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات .
- **حقوق الأسهم الممتازة :** وتمثل فيما يلي ³:
 - عائد السهم الممتاز ثابت لا يتأثر بوضع الشركة .
 - ليس حامل السهم الممتاز الحق في التصويت .
 - مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن الإفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد المستدات .
 - للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بالخضاض أسعار المائدة كثيرا .
 - لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجزة للشركة ، لذلك فإن قيمته الإسمية تساوي قيمته الدفترية . بالإضافة إلى الأسهم العادية و الممتازة يمكن إضافة نوع آخر من الأسهم حسب معيار حقوق الأسهم وهي أسهم التمتع ⁴ :

¹ محمد محمود عبد ربه ، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات الخاسية عند تقييمك للإستثمار في سوق الأوراق المالية) ، الندوة الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص.8.

² محمد محمد النادر ، الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ، بورصات) ، دار الترافق لنشر والتوزيع ، عمان ، 2007 ، ص 100.

³ منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 27.

⁴ محمد مطر ، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع ، عمان ، 1993 ، ص 411.

- أسمم التمتع: هذا النوع من الأسهم تتحمّل الشركة عند إستهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين القدامي، ويشترط أن يكون مصرحاً بذلك في القانون الأساسي للشركة ومتاح أسمم التمتع لكي لا تقطع صنة المساهم الذي إستهلكت أسممه بالشركة، وأسمم التمتع متاح لصاحها حقوقاً في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.

ثانياً: السندات.

تعتبر السندات من أهم أشكال التمويل طويل الأجل ، ومن أهم المنتجات التي تمثل ديناً على الشركة وسيتم التطرق إليها من حيث المفهوم ، الخصائص ، الأنواع .

-1- تعريف السندات.

تعرف السندات على أنها : «عقد أو إتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستمر (المقرض)، ويفتضي هذا الإتفاق بفرض الطرف الثاني مبالغ مهداً إلى الطرف الأول الذي يعهد بدوره برد أصل البده والفوائد مهداً إليها في تاريخ محددة¹».

كما تعرف على أنها : «أداة مالية تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد إقراض مقدار كبير من المال ، بحيث يتعذر أن تحصل عليه من فرد واحد ، أو مؤسسة واحدة ، فتحزئ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتتصدر في مقابل كل جزء سند ، يحمل قيمة إسمية متساوية لذلك الجزء فالسند إذا بالنسبة للحكومات والشركات أدلة للإقراض وبالنسبة للمقرض ورقة مالية تثبت كونه دائناً للمقرض بالقيمة المدونة عليه²».

أي أن السندات هي عبارة عن أوراق مالية تستعملها أو تصدرها الشركات أو الحكومات للحصول على أموال في شكل ديون طويلة الأجل وبالتالي فإن حملة السندات ما هم إلا دائنون بالنسبة للشركات .

-2- خصائص السندات.

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص يمكن إيجادها فيما يلي³ :

- تعتبر السندات صك مديونية على الجهة التي أصدرته .

¹ طارق محمد خليل الأعرج ، مرجع سبق ذكره ، ص 58.

² مبارك بن سليمان آل فواز ، مرجع سبق ذكره ، ص 21.

³ ضياء عبد المؤمن ، البورصات ، موسعة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2003 ، ص 37، 38.

- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم تربح .
 - إستيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق .
 - قابلية السند للتداول حيث يتحقق حامله بيعه للغير .
 - تتحدد القيمة الخارجية للسند في السوق إعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الإسمى على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية. ولا يتحقق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية .
- 3- أنواع السندات.**

لقد تميزت السندات عن غيرها من الأوراق المالية حتى قسمت إلى عدة أقسام بحسب عدة معايير توردها

فيما يلي :

- من حيث الجهة المصدرة : ويمكن تصنيفها إلى¹ :
 - **السندات العامة :** وهي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض ، فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة .
 - **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سبولة نقدية للتتوسيع في مشروعاتها.
 - حسب ما تدفعه من ضمان : تصنف حسب هذا المعيار إلى² :
 - **سندات مضمونة :** وهي تلك السندات التي تصدرها الشركات تكون مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكات كالأراضي أو الآلات أو الأوراق المالية أو غيرها من الأصول المادية.
 - **سندات غير مضمونة :** على عكس السندات السابقة ، فإنها تحمل دينا عادياً غير مرتبطة بأي أصل من أصول الشركة فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرها على مواجهة التزاماتها إتجاه الدائنين .
 - حسب طريقة تداولها : تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى³ :

¹ مبارك بن سليمان آن فواز ، مرجع سبق ذكره ، ص 33.

² غنوط جبار ، الأوراق المالية المتداولة بالبورصات والأسوق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 15.

³ ناجي جمال ، إدارة محفظة الأوراق المالية ، الموسسة الجامعية للدراسات ، بيروت ، 1998 ، ص 20.

- سندات إسمية : هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تداول إلا بعد موافقته وإثبات التنازل عنها.
 - سندات خاماتها : هي سندات تخلي عن إسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها، وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند.
 - حسب المجال الجغرافي : تقسم إلى¹ :
 - سندات محلية : وهي التي تصدر محلياً من طرف المؤسسات الوطنية والحكومية .
 - سندات أجنبية : تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مفترضين أجانب .
 - سندات دولية : تصدر في بلد ما ولكن بعملة أجنبية وليس بالعملة المحلية لذلك البلد ، يجري تداولها في مختلف الأسواق المالية .
 - حسب آجال الاستحقاق : تقسم إلى :
 - سندات قصيرة الأجل : هي السندات التي لا يتعدى تاريخ إستحقاقها السنة الواحدة .
 - سندات طويلة الأجل : هي السندات التي يتعدى تاريخ إستحقاقها السنة .
- ثالثاً: المشتقات المالية .

إن رغبة المعاملين في تعظيم الأرباح وتقليل المخاطرة أدى إلى ظهور مايعرف بالمشتقات المالية

1-تعريف المشتقات المالية : نعرف على أنها : «عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعقنة(أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون محل العقد تتتنوع ما بين الأسهم والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات المالية بتحقيق مكاسب أو خسائر إعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد»².

2-أنواع المشتقات المالية : عكن التمييز بين الأنواع التالية :

¹ محمد محمود الناجر ، مرجع سبق ذكره ، ص 105.

² طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية ، الدور الجامعي ، الإسكندرية ، 2001 ، ص 5.

- عقود الخيار : و تعرف على أنها : « إتفاق مابين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد ،

لأصل مالي في تاريخ خالق دون إرهاص التنفيذ للطرف الذي تحمل قيام العقد¹ ».

وتسمى هذه العقود عقود الخيار لأنها تعطي مشتري العقد الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه ، و ذلك

نظير مبلغ عين غير قادر للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) عن سبيل التعریض أو المكافحة².

ويمكن التمييز هنا بين نوعين من عقود الخيار هما³ :

- خيار الشراء : يتيح للمستثمر (مشتري حق الخيار) شراء أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي مقابل مكافحة يدفعها بحرر الخيار .

- خيار البيع : يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي نظير مكافحة يدفعها بحرر الخيار .

- العقود الآجلة : هي عقود تعطي خاملاها الحق والإلتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا⁴ . إذا فهي عبارة عن إتفاقية بين مشتري و باائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق و يحدد العرفان السعر والكمية عند التعاقد ، بحيث انه يحدد في المدة ، موعد ، الأجل و سعر التسوية وتاريخ التسوية⁵ .

- العقود المستقبلية : العقد المستقبلي هو التزام نفطي لبيع وأما شراء أصل معين بسعر محدد بتاريخ مستقبلي محدد على أن يتم التنفيذ في المستقبل و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر الأصل و الكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد⁶ .

والشكل التالي يوضح أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

¹ محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، ص 126.

² فراس محمد الشراورة ، الاستثمار في الأوراق المالية ، دار وائل للنشر ،الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008، ص 87.

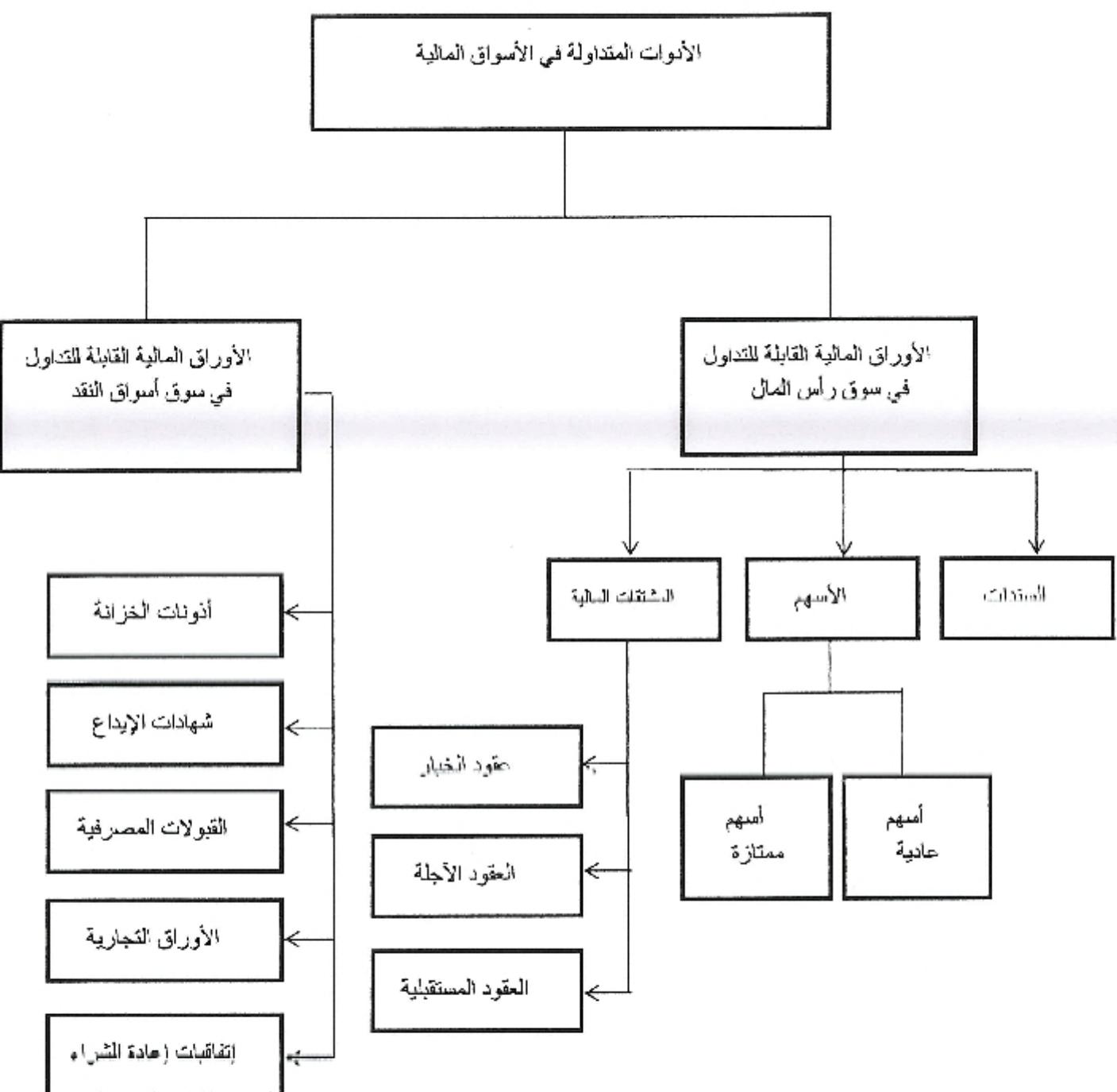
³ نفس المرجع ، ص 87.

⁴ هويشار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص 154.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، مصر، 2005 ، ص 208.

⁶ زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2002 ، ص 97.

شكل رقم(02) : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية



المصدر : من إعداد الطالعين

المطلب الثاني : الأركان الرئيسية للأسوق المالية

إن عملية التمويل في الأسواق المالية تتجلى في إنتقال رؤوس الأموال من المالكين (أصحاب الفائض) إلى من هم بحاجة إليها (أصحاب العجز) ، وهذا الانتقال يتم من خلال مجموعة من الوسطاء ، بحيث يؤدي كل عنصر من هؤلاء دوراً مهماً وخاصة به وعليه يمكن تحديد أركان الأسواق المالية على النحو التالي.

الفرع الأول : الطالبون للمال أو المقروضون

الطالبون للمال هم الذين يقومون بالإقراض من سوق المال ، وهم يتكونون من وحدات العجز المالي الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري ، مثل الأفراد و الشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومية والسلطات المحلية الأخرى مثل البلديات .

ويتم الطلب (الإقراض) بثلاث طرق¹ :

- 1- الإقراض المباشر .
- 2- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون) .
- 3- إصدار الأسهم (بالمشاركة) .

الفرع الثاني : العارضون للمال أو المقروضون

العارضون أو المقروضون في السوق المالية هم المستثمرون الذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات ، ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق² :

- 1- شراء السندات أو الوثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد .
- 2- شراء الأسهم .

¹ السيد عبد القادر متولي : مرجع سابق ذكره ، ص 69 .

² نفس المرجع ، ص 70 .

الفرع الثالث: الوسطاء الماليون

يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم ممؤسسات تقوم بعملية الوساطة المالية بين المفترضين و المفترضين ويتمكن تصنيف المؤسسات المالية التي تلعب دور الوساطة في السوق المالي إلى :

أولاً: مؤسسات الإيداع وهي ممؤسسات وسيلة تقبل الودائع على اختلاف أشكالها من الغير ، و تقوم بتقديم تسهيلات إئتمانية إلى تلك الوحدات وتشمل هذه المؤسسات¹:

- 1- البنوك التجارية .
- 2- ممؤسسات الإدخار و الإقراض .
- 3- مصارف الإدخار ووحدات الائتمان

ثانياً: مؤسسات الاستثمار وهي ممؤسسات مالية وسيلة تقوم على بيع الأصول المالية بأشكالها المختلفة و الآراء في الأداء و الأداء ومن أشهر²:

- 1- شركات الاستثمار.
- 2- صناديق الاستثمار المشتركة .
- 3- صناديق سوق النقد .
- 4- شركات الرهن و تجميع الاستثمار العقاري .

ثالثاً: المؤسسات التعاقدية وهي ممؤسسات غير ودائمة و الأسس في مواردها التعاقد مدد محددة و معروفة نسبياً مقارنة بالودائع ومثل هذا النوع من الخصوم (الموارد) يتبع هذه المؤسسات فرصة الاستثمار طويل الأجل نسبياً ، نظراً لأن أصولها طويلة الأجل ، وكذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر و تضم³:

- 1- شركات التأمين .
- 2- صناديق المعاشات .

¹ محمود محمد الشافعى ، مرجع سابق ذكره ، ص 48.

² عبد العفار حنفى ، البورصات ، مرجع سابق ذكره ، ص 374.

³ ناظم محمد نوري الشمرى وأخرون ، أساسيات الاستثمار العقلى والذكى ، دار واتش النشر ، الأردن ، 1999 ، ص 199.

رابعاً : مؤسسات سوق الأوراق المالية على الرغم من أن هذه المؤسسات لا تمارس دور الوساطة في تحويل الموارد أو إصدار إلتزامات ، مباشرة إلا أنها تمارس دوراً مهماً في التوسيع المالي بين وحدات العجز المالي و المائض المالي ، وتشمل¹:

1- بنكير الاستثمار (صرفي الاستثمار) .

2- السمسرة و تجارة الأوراق المالية .

المطلب الثالث : المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الأسواق المالية

هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتبع بالأوضاع المستقبلية لاتجاه أسعار الأوراق المالية ، وسيتم عرض عدد من المتغيرات خاصة تلك ذات العلاقة المباشرة بالأسواق المالية على النحو التالي:

الفرع الأول : الناتج المحلي الإجمالي .

بعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد ، بحيث يعبر عن السلع والخدمات التي انتشت في بلد ما خلال مدة زمنية معينة غالباً ما تكون سنة ، وهو الناتج من سنة إلى أخرى يدل على تطور النشاط الاقتصادي ، وقد أثبتت الدراسات التعميرية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج وما يزيد عن ربع قرن من الزمن (1959، 1985) بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين ، فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي و بمقدار ما يكون التوقع دقيق يمكن المستثمر من إتخاذ القرار السليم بالنسبة إلى إستثماراته ، فإذا ما عرف أن الاقتصاد مقيل على حركة إنتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعاً لشراء الأسهم وإقتاعها لأن حركة الإنتعاش سوف تعمل على زيادة أرباح منشآت الأعمال ، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية ، أما إذا كانت توقعاته تشير إلى أن الاقتصاد مقدم على حركة ركود أو كساد ، فإن ذلك يعطي إشارة الخذير بالنسبة للاستثمار في الأصول المالية².

¹ زيد حسن عرض الله ، الاقتصاد الدولي ، دار الجامعية الجديدة ، الإسكندرية ، 2004، ص 71-73.

² عباس كاظم حاسمه الشعبي ، آثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ، مذكرة دكتوراه في الاقتصاد ، جامعة الكوفة ، بغداد ، 2007 ، 2008 ، ص 170.

الفرع الثاني : عرض النقد .

تتوسّع العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه ، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجّه نحو زيادة الإنفاق لدى الأفراد فإنه ينخفض نسبة الاحتياطي لديه ، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنك ، أي إنخفاض تكلفة الإقراض ، أي إنخفاض أسعار الفائدة ، وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح. ومن ناحية أخرى إذا ما زاد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي أي أن هناك ارتفاع في السيولة فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ، إلا أنه قد يظهر أثر سلبي هذه الزيادة في عرض النقد بعد أن ينبع جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم و المستدات مما يعني امتصاص السيولة وإنخفاض أسعار الأسهم¹ .

الفرع الثالث : أسعار صرف العملات .

يؤثّر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم ، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العائمة و استبدالها بالأسهم مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها ، ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الإستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية بيعها ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعاره² .

الفرع الرابع: عجز الموازنة .

يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات العامة ، وتساعد نفقات الحكومة على تشجيع الاقتصاد وزيادة الطلب ، ولكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى التضخم وزيادة معدل العجز في المستقبل كما أن حفظ الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقد و إنخفاض الطلب على السلع والخدمات وفي كل الأحوال تمارس تلك السياسات الإنفاقية ، زيادة أو نقصان في الإنفاق مما يترتب عليه آثار مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية³ .

¹ خبراء خدمة الدادر ، مرجع سبق ذكره ، ص 50.

² عباس كاظم حاسم الداعمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 173.

³ السيد عبد القادر متولي ، مرجع سابق ذكره ، ص 135.

البحث الثالث: ماهية كفاءة الأسواق المالية

تآثرت فكرة كفاءة الأسواق المالية إهتمام الكثير من الباحثين والمعاملين في هذا المجال بماله من أهمية وذلك من خلال تحقيق السوق المالية هدفها في تخصيص الكفؤة للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل وللإلمام أكثر بهذا الموضوع سوف نبرز في هذا الجزء مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وسنركز على كفاءة أسواق رأس المال باعتبار أن مفهوم الكفاءة يقترب هنا، و باعتبار أن سوق النقد هو جزء من السوق المالي ستعرض للتكلفة المصرفية في الفصل الثاني.

المطلب الأول : أسواق رأس المال الكفؤة تعريفها وشروط قيامها

يعتبر مفهوم الكفاءة أسواق رأس المال في من المفاهيم الأساسية التي تم إكتشافها بالصدفة عندما حاول موريس كاندلر دراسة سلوك أسعار الأسهم لضبط تباينات متكررة من تلك الأسعار وفي مدة زمنية مختلفة من الأزواج والكوارد، إذ أن مفهوم كفاءة أسواق رأس المال ليس مظهراً مطلقاً وإنما هو تسييري يتحدد بحدى طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم المتداولة فيه من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين معه من الشركات المدرجة من جهة أخرى فالمعلومات المتاحة وأنظمتها الإفصاح المالي (القوائم المالية)، هي إحدى المقومات السائدة لتطوير أسواق الأوراق المالية بشكل عام وسوق رأس المال بشكل خاص، لا بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمتournée فضلاً عن المعلومات التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة¹.

الفرع الأول : تعريف كفاءة أسواق رأس المال

تعرف كفاءة أسواق رأس المال على أنها: «السوق الذي تعكس فيها الأسعار كل المعلومات المتاحة بشكل كامل²».

كما تعرف أيضاً بأنها: «السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما ، كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات ثبتها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل

¹ عباس كاظم حاسم الداعمي ، مرجع سابق ذكره ، ص 122

² فاخر عبد الناصر جبر ، التحليل الاقتصادي لغيرات الأسهم ، دار المزيج ، الرياض ، 2002 ، ص 49

التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، وبالتالي في ظل السوق الكفؤ تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقة¹.

وتعزف أيضاً أسواق رأس المال الكفؤة بأنها: «السوق الذي يعكس فيها سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية ، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب ، وتحذر الإشارة هنا بأن تقدير أهتم بشأن المكاسب المستقبلية و المخاطر الخبيطة بها متطابقة تماماً ، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد لا تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية ، غير أن قرارات المستثمرين المخترفين أو الآخرين المتمعين بالقطنة ستدفع بالأسعار نحو قيمتها الحقيقة ولكن هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق المالي ، فاللهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغ فيها²».

يتضح مما سبق أن أسواق رأس المال الكفؤة هي الأسواق التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم تستجيب بسرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها ، أي أن هذه الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عنها سواء كانت على شكل قوائم مالية ، سجل تاريخي لسعر السهم ، أو تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشآة ، كما تعكس أيضاً أسعار الأسهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

¹ مختار إبراهيم عندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار . سنتان للمعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص 38.

² صالح مفتاح، فريدة معنفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة بسكورة؛ العدد السادس؛ 2010، ص 182.

³ عباس كاظم جاسم الدعيسي : مرجع سبق ذكره ، ص 138.

الفرع الثاني : شروط قيام أسواق رأس المال الكفالة

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في سوق رأس المال من أجل أن تتحقق هدف الكفاءة ويمكن

إيجادها كما يلي¹ :

أولاً: أن تسود حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من البائعين والمشترين وأن تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في هذه الأسواق وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

ثانياً: أن توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وتتوفر لتحقيق الفرص أمام المستثمر بيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة.

ثالثاً: توفر سوق رأس المال عنصر الشفافية ، يقدر يجعل المعلومات عن أسعار أوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات .

رابعاً: توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات .

خامساً: توفر البيانات و المعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق .

سادساً: الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة .

¹ سامي حطاب ، عبد الرزوف رياضة ، التحليل المالي وتقسيم الأسهم ، هيئة الأوراق المالية و السلع ، الإمارات العربية المتحدة ، 2006 ، من الورق : www.Kantakji.com ، /figh/files/420160. تاريخ الإعلان : 2011/11/12 ، 58.

المطلب الثاني : أسواق رأس المال الكفؤة الأهمية، الخصائص، والأنواع

يضاف إلى ما سبق ، أن كفاءة أسواق رأس المال الكفؤة أهمية قصوى ، كما أنها تتمتع بجموعة الخصائص وتتفرع إلى نوعين رئيسين وهذا ما سيتم توضيحه .

الفرع الأول : أهمية أسواق رأس المال الكفؤة

إن وجود سوق رأسمالي كفؤ له دلالات إقتصادية وإستثمارية يمكن إيجازها كالتالي¹ :

أولاً : السوق الكفؤة دالة على أن الأسعار المضروحة للورقة الكمالية تحمل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجيات الإستثمارية و التخصيص الكفؤ للموارد .

ثانياً: يقوم جميع المتعاملين في السوق بالاتفاق من جميع المعلومات و بالتالي ليس هناك هدر للمعلومات أو اهلاة للسوق كونها تعكس بالكامل في السعر .

ثالثاً : إن السوق المالية الكفؤة دالة على حالة توازن بهذه السوق ، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماشة لمستقبل الإستثمارات .

رابعاً: في ظل النسوة الكفؤة تتحقق أوامر الشراء و البيع بشكل مستمر و متوازن و ينحاج الإستثمارات المنتجة.

خامساً : تحقق السوق الكفؤة تداولاً للمعلومات وبالتالي يساهم في تقيد دور المنطعين لضمان الإستجابة العادلة و الصحيحة و المنتجة للمعلومات .

الفرع الثاني : خصائص الأسواق رأس المال الكفؤة

يمكن إبراز أهم هذه خصائص، فيما يلي² :

¹ ارشد فؤاد التميمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 50-52.

² السيد عبد القادر متولي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 103، 104.

أولاً: الشفافية

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في السوق رأس المال على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت و بدقة تامة سواء أثناء التداول ، وكذلك تتوجه أعمال الشركات وتوصيات بشكل متساو وعادل دون أفضليه للبعض على حساب البعض .

والشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المخركة الأساسية لسوق رأس المال، والإطلاع على قراراتهم الاستثمارية ، سواء كانت تتعلق بالمحافظة الاستثمارية ، صناع السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة في السوق .

ثانياً الإفصاح :

هو الإعلان عن كل المعلومات بالشركات المدرجة في سوق رأس المال و التي من شأنها أن تأثر على قوى العرض و الطلب على الورقة المالية ، وذلك بهدف توفير مناخ إستثماري عادل للمستثمر يساعد على اتخاذ قراره الإستثماري و إتخاذ قرار الشراء و البيع و تقدير السعر المناسب للورقة المالية ، هذا يغتر الإفصاح هو جوهر العملية الإستثمارية و الذي يعمل على تطوير و ترسیخ المناخ الإستثماري و يدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

ثالثاً المسؤولية :

وتعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الإستثمارية المتاحة بسرعة وسهولة مني ما إنافق الطرفان، وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأداة نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة و جوهرية يمكن أن تؤثر على السعر السوفي للأدوات الإستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغيير كبير و مفاجئ في سعر السهم بين تداول و آخر ، أي أن السيولة هي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما تظهر أية معلومات جديدة تستدعي تغيير السعر ، ومن أجل تحقيق عنصر السيولة ومن ثم الكفاءة في السوق رأس المال فإن هناك خصائص فرعية يتبعين توفرها¹:

¹ لطيف زيد و آسرود ، دور الإفصاح الخاسي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الإستثمار ، مجلة جامعة تكريت للدراسات والبحوث العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية - ، المجلد التاسع والعشرون ، العدد الأول ، فلسطين ، 2007 ، ص 171، 172.

1- عمق السوق :

ويقصد به أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق وبعضها يحمل أسعار أقل وكذا وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المستعددين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من السعر السوقى الحالى للورقة المالية ، فإذا حدث أي احتلال بسيط في التوازن ما بين العرض وطلب دخل هؤلاء المشترين و البائعين فوراً للتداول الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية .

وتدعى أسواق رأس المال التي تفتقد إلى العمق المالي بالأسواق الضحلة لأنها تميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع و لأن فارق الأسعار بين هذين الأوامر يكون واسعاً و يعكس ذلك على نشاط التداول في السوق ، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية ، أما الأسواق العميقه فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلا أخرى ، ويتجزء عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية و مالكي الأوراق يكونون أقل عرضة للخسارة في السوق العميقه .

2- إتساع السوق :

تميز أسواق رأس المال بالإتساع إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير ، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشترين في السوق قليلاً و كان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة ، و الفرق بين السوق العميقه و السوق المتشعة أن السوق العميقه تكون أوامر الشراء والبيع فيها مستمر عند مستويات أعلى وأدنى من سعر السوق ، في حين أنه في السوق المتشعة لا تكون الأوامر مستمرة و لكن كبيرة.

3- سرعة إستجابة السوق :

و يقصد بها مقدرة السوق على المعالجة السريعة لأي خلل محتمل بين الكميات المعروضة والمطلوبة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، وبضم ذلك تدبيه الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية مما يقلل من ترددہ في بيعها كما يضمن أيضاً عدم إنتظار المشتري لتحمل الورقة المالية لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل ، وتطلب هذه الخاصية كما في الحالتين السابقتين للمسؤولية توافر وسائل إتصال فعالة بين الأطراف المعاملة في سوق الأوراق المالية .

الفرع الثالث: أنواع الكفاءة في أسواق رأس المال.

يوجد نوعين من الكفاءة لأسواق رأس المال وهما :

أولاً: الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر فنوعات المستثمرين متماثلة ، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف¹ ، وهذا الأمر يتطلب أن يتوفّر في سوق الأوراق المالية شروط المنافسة التامة وهي² :

- 1 - وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق من البائعين والمشترين ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن يؤثّر تأثيراً ملمساً على أسعار الأسهم ، بحيث تسود المنافسة الكاملة ، وهذا يعني أنه على كل مستثمر أن يقبل الأسعار على أنها قضية مسلمة .
- 2 - عدم وجود أي قيود على التعامل ، فلا توجد قيود على دخول أي مستثمر إلى السوق وخروجه منه ، أو بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب ، كما لا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك؛ من التكاليف ،
- 3 - أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف ، وأن تكيف الأسعار وقتاً للمعلومات الجديدة بسرعة فائقة كما لا يوجد في السوق أوراق مالية تباع في أي لحظة بقيمة تزيد أو تقل عن قيمتها الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة للجميع في تلك اللحظة أي أن توقعات المستثمرين متماثلة لتمثل المعلومات مما يترتب عليه صعوبة تحقيق أرباح غير عادلة ، أي أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية .
- 4 - إتصاف المستثمرين بالرشد وسعيهم إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم .

¹ إبراهيم عبد الدايم ، محمد نراف عبد ، آثر السياسات الحاسبية لإدارة المكاتب على أسعار الوحدات الاقتصادية المدارلة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، مجلة الجامعة الإسلامية ، الخلد السابعة عشر ، عزبة ، 2009 ، ص 818.

² منير ناصر الدين ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ذكره ، ص 494، 495.

غير أن هناك صعوبات في تحقيق أغلب شروط هذا النوع المذكور خاصة الثلاثة الأولى ، في الواقع كما أكدت عليه الدراسات الميدانية ، فبالنسبة للشرط الأول فإن واقع التعامل في سوق الأوراق المالية يشير إلى إسحاق حزء من المعاملين في السوق لأغلب الصفقات التي تتم في السوق .

أما الشرط الثاني فإن تكاليف النزاع على المعاملات هو أمر قائم في أغلب الأسواق المالية في وقتنا الراهن بالإضافة إلى تكاليف أخرى على المعاملات أيضا .

أما الشرط الثالث فإن الحصول على المعلومات في الواقع مرتبط بتكلفة لكتير من أنواع المعلومات ولا تناح بالجانب واحد الأدنى منها هو الإشتراك في بنوك المعلومات والوكالات المتخصصة هذا الاشتراك يمثل كلفة الحصول على المعلومات ، كما أن إتاحة المعلومات للجميع في نفس اللحظة هو أمر غير كامل في الواقع نظراً لشوهد عديدة حالات من الإتجار الداخلي المباشر أو غير الأقارب من خلال معلومات ، وكذا نظراً لتجزئة حالة الوصول والإعلام في بعض المعلومات الخاصة المتعلقة بالتقارير المالية بين الشركة وإدارة السوق حتى وصولها إلى المستثمر . لهذا فإنه لا توجد سوق أوراق مالية تتمتع بالكفاءة الكاملة وإنما سوق ذات كفاءة اقتصادية في ظل إتصاف المستثمرين بالرشد فيما يتعلق بتعظيم ثرواتهم .

ثانياً : الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدوا آثارها على أسعار الأسهم ، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية للسهم ، ولكن بسبب تكلفة المعلومات وغيرها من التكاليف الاستثمار ، لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادلة على الأمد الطويل¹ .

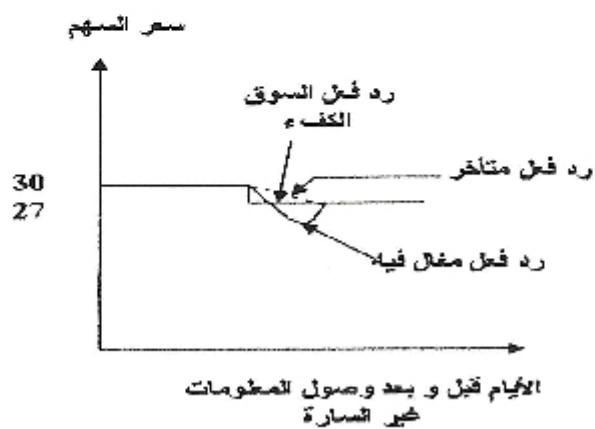
ويوضح الشكل البياني بجزأيه (أ-ب) حالة الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في حالة المعلومات التفاؤلية والتشاؤمية وإنعكاسها في سعر السهم .

¹ إبراهيم جبر الداعور ، محمد نواف عابد ، مرجع سبق ذكره ، ص 818.

الشكل رقم (03) : منحنى يوضح التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكافأة الاقتصادية

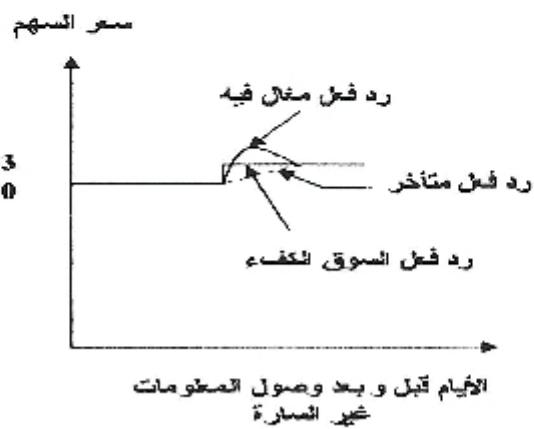
الشكل(ب) : رد فعل السوق بعد

محبطة (انخفاض الأسعار)



الشكل (أ) : رد فعل السوق بعد وصول معلومة

وصول معلومة مشجعة (ارتفاع الأسعار)



المصدر: أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية ، دار الرازور العلمية للنشر والتوزيع ،الأردن، 2012 ، ص 41.

يتضح من المنحنى السابق : أنه في اليوم الذي تصل فيه المعلومة إلى السوق ، وكانت معلومة جيدة من قبل بعض المستثمرين ، فإن ذلك قد يسبب إستجابة مبالغ بها ، أو إستجابة لا تعكس فعلا قيمة المعلومات ، ويجعل سعر الورقة المالية يرتفع (على فرض 33 دينار) ، في حين قد ينظر البعض إلى المعلومات بتأني وباحتاجون إلى فوائل زمانية للتحليل والتقييم مما يجعل إستجابتهم تدريجية ، ومهما تكون طبيعة الإستجابة فإن الوضع لا بد أن يعود إلى الكفاءة الناتمة بعد أن يأخذ جميع المشاركون في السوق وقتهم في تقييم المعلومات و إتخاذ القرار المناسب¹.

¹ فؤاد أرشد التميمي ، مرجع سابق ذكره ، ص 41.

المطلب الثالث : إجراءات ومتطلبات الكفاءة في أسواق رأس المال

يمكن توضيح إجراءات الكفاءة وأهم متطلباتها كالتالي :

الفرع الأول : إجراءات تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال

تتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة وهي كالتالي¹ :

أولاً : يفترض وجود سوق رأس المال منظم جداً يضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقتربين ، وهذا العلاقة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة انتقالية التي تعكس المنافسة في السوق .

ثانياً : في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة و في نفس الوقت تقريراً ، مما يعني إستجابة فورية لتعكس مباشرة في أسعار الأوراق المالية قيد التداول ، و ما تميزه الإستجابة إستحالة إنفراط أي من المستثمرين الأسبقية في شأن الحصول على تقدير لسعر الذي يباع به السهم .

ثالثاً : فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة ، يعمل المستثمر على تقدير قيمة الأصل المالي سواء بالارتفاع أو بالانخفاض .

حتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في الأسواق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغير نظرتهم في الشركة المصدرة للأسهم ، حيث تتجه أسعار السهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة .

¹ صالح مفتاح ، فريدة معاري ، مرجع سبق ذكره ، ص 185.

الفرع الثاني : متطلبات تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال.

لكي تتحقق الكفاءة في أسواق رأس المال لابد أن تتوفر بعض المخواص وهي :

أولاً : كفاءة التسعير

يطلق أيضاً عليها بالكفاءة الخارجية ، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير ، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، و كذلك أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أي تكاليف ، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ، بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق في صورة عادلة ، فاجمجم لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين ، وإذا كان تحقيق الأرباح غير العادلة أمراً صعباً في هذا السوق إلا أنه أيضاً غير مستحيل وذلك للأسباب التالية¹ :

- 1- قد يكون المستثمر عدم الخبرة نظراً للدخوله إلى السوق دون تحييل المعلومات المتاحة ، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته .
- 2- قد يستطيع عدد محدد من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادلة .

ثانياً : كفاءة التشغيل

يطلق عليها أيضاً بالكفاءة الداخلية ، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض ، دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن ياتح للتجار والمتخصصين فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح معال فيه ، كما يبذلو أن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدتها الأدنى ، مما سيشجعهم علىبذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك

¹ عبد الفتاح حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001 ، ص 191.

العلومات على السعر التي تباع به الأوراق المالية ، على العكس لما تكون تكلفة المعاملات مرتفعة ، قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتعطية تلك التكاليف¹.

ولكي تكون أسواق رأس المال الكفؤة تشغيليا يقتضي² :

1- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخررين إلى المستثمرين بأدنى التكلفة ، وعما يتحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم ، وبناتلي يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر .

2- لابد من التنافس بين صناع السوق وبين السمسارة ، وهذا التنافس يدفع ب معدلات العمولة والهداشت بإتجاه الإنخفاض المستمر ، مما يزيد من كفاءة أسواق رأس المال التشغيلية .

ثالثا : الكفاءة التخصيص

ويقصد بها تمكّن السوق من تحقيق توظيف للمدخرات على أفضل إستثمارات ، معنٍ آخر توجيه الموارد إلى الحالات ذات الربحية الأكبر وتعتبر سوق الأوراق المالية من أهم الوسائل التي يمكن الاعتماد عليها في تحقيق عدالة التوزيع لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني ، وذلك من خلال جذب المدخرات المحلية والأجنبية وخلق فرص ومشاريع تنمية مقابلة وهذه المهمة تعتمد على توافر المعلومات الملائمة التي تلبي احتياج كل من المدخررين والاستثمرين³ .

رابعا الكفاءة التنظيمية

وتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية⁴ :

1- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق : إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم إختصاصاته ، إذ تحدّد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار ونيس للمضاربة وتقادي عمليات الإكتتاب الوجهية للأسهم المطروحة لأول مرة والإرتفاع المفتعل لأسعار الأسهم.

¹ عبد الغفار سفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 192.

² عباس كاظم حاسم الدعمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 129.

³ فؤاد أربند التميمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 141.

⁴ عباس كاظم حاسم الدعمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 130.

2- تنظيم مهمة الوساطة : إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى تحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحمّلهم المسؤولية المهنية الالزمة عند عقد الصفقات ، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض وطلب الأسهم لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه .

3- كفاءة التشريعات والإلتزام بتطبيقها : إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية و المناسبة التي تلائم التوسيع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه ، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال .

المبحث الرابع : سبل رفع مستوى كفاءة أسواق رأس المال و معوقاتها .

تعتبر الكفاءة في أسواق رأس المال من الأهداف المهمة التي تسعى هذه الأخيرة لتحقيقها ، و بغرض التعرف أكثر على الكفاءة في هذه الأسواق ستعرض من خلال هذا البحث إلى مستويات الكفاءة في أسواق رأس المال و سبل رفعها وكذلك المعوقات التي تواجهها .

المطلب الأول : مستويات كفاءة أسواق رأس المال

توجد ثلاث صيغ مختلفة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه لقياس كفاءة السوق وتمثل هذه الصيغ في :

الفرع الأول : مستوى الكفاءة الضعيف (الصيغة الضعيفة) .

تفتقر هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق ، هي المعلومات السابقة ، وبالتالي فهي لا تحتوي على معلومات مفيدة للتوقع بالأسعار المستقبلية وعليه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى رأهية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً ؛ طالما أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع الماركات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وهذه المعلومات مساحة وشائعة للجميع لتحققها في السابق ، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر لذلك لا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادرًا على تحقيق عائد إستثنائي لأن مستوى المخاطرة قد جرى تحديده للجميع إستناداً على المعلومات التاريخية¹ .

وعليه تمثل الصيغة الضعيفة فكرة الحركة العشوائية لأسعار الأسهم و التي تعني أن التغيرات السريعة المتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط ، أي أن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي ، فلا يستطيع أي محلل للمعلومات السابقة معرفة ما ستكون عليه سوق الأسهم في فترة قادمة² .

¹ عباس كاظم حاسيم شعسي ، مرجع سابق ذكره ، ص 124.

² فوزي رجال ، آثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود و مالية ، جامعة فانلة ، 2002-2003 ، ص 65-68.

الفرع الثاني : مستوى الكفاءة شبه القوي (الصيغة المتوسطة).

يقصد بهذه الصيغة أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كاملة و المتاحة للجمهور ، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية ، ظروف الصناعة أو المشاكل ، التقارير المالية)، معنى آخر إن أسعار الأسهم والأصول الأخرى لا تعكس فقط التغيرات السابقة بل تعكس كذلك المعلومات المتوفرة و التنبؤات الخاصة بتلك المعلومات ، إذ تؤكد صيغة الكفاءة شبه القوية للسوق بأن جميع المعلومات التي تم نشرها يجب أن تعكس مباشرةً على أسعار الأسهم و السندات فإذا ما استطاع مستثمر الحصول على هذه المعلومات من خلال مصادر فإنه من غير المرجح للمشترين الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية أن يتحققوا عوائد غير اعتيادية كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن أهمية تلك المعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم ليتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية ، خصوصاً إذا ما استطاع أن يدرك القيمة الحقيقة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات ، عندئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية ، و التي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات وبين قيمته الحقيقة في ظل المعلومات الجديدة¹ .

الفرع الثالث : مستوى الكفاءة القوي (الصيغة القوية).

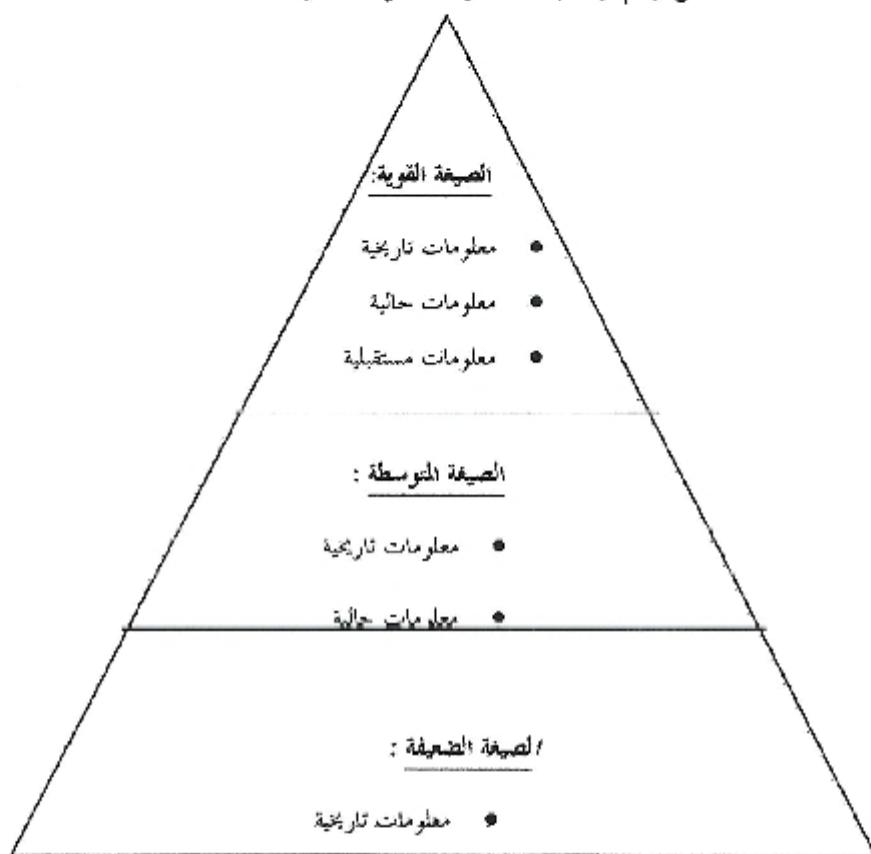
تقتضي هذه الصيغة أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة و المنشورة فحسب ، وإنما تعكس أيضاً المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير المعروفة بعد² ، أي أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات العامة و المتاحة للجميع بشكل علني و كلها المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرةً بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم و كبار العاملين ، و المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية و صناع السوق وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يتحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين ، حيث لو إستعان بخبراء مخلي و مستشاري الاستثمار في السوق ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية تغيرات عشوائية مستقلة ، وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية) فإن أسعار السوق لن تعكس بالكامل على جميع المعلومات ، بعبارة أخرى أنه

¹ عيسى كاظم جاسم الدعمي ، مرجع سابق ذكره ، ص 125.

² فیروز رحال ، مرجع سابق ذكره ، ص 71.

لا تتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة إحتكار المعلومات من قبل جهة معينة تكتها من تحقيق أرباح غير عادلة، هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادلة ستكون في هذه الحالة (صفر) لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها الحقيقة¹.

الشكل رقم (04) : المعلومات في المستويات الثلاثة للكفاءة



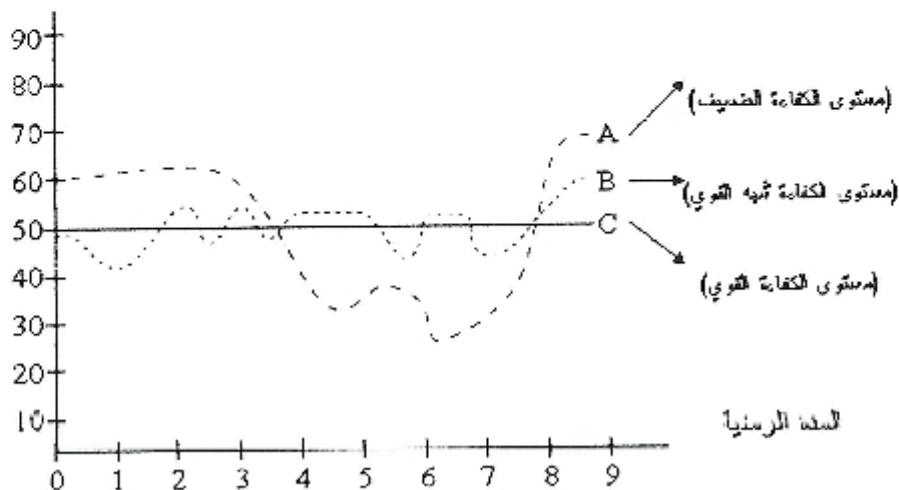
المصدر : من إعداد الطالبين

لما تضمنته الصيغة الثلاثة للكفاءة ، يمكن القول أن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تدرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع الشامل لها ، هذا جانب تداخل المستويات الآتية مع بعضها الآخر ، فالعلاقة بالمستوى القوي تكون «أو» ، كل «ن» المستوى «ب» القوي و الضعيف ، و المستوى شبه القوي يتضمن المعلومات العامة و تلك المعلومات التاريخية للمستوى الضعيف ، و الشكل التالي يوضح طبيعة العلاقة بين المستويات الثلاثة للكفاءة ،

¹ على كاظم جاسم الداعمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 126.

الشكل رقم (05): متحنى يوضح العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث .

سعر السوق



المصدر: أرشد فؤاد الشمير ، مرجع سابق ذكره ، ص 53.

يتضح من الشكل أن سوق رأس المال يكون كفوا بالمستوى شبه القوي لابد أن يكون كفوا بالمستوى الضعيف أولا ، ولكي يكون كفوا بالمستوى القوي لابد أن يكون كفوا بالمستوى شبه القوي و الضعيف ، فالمحني (أ) يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقة ليؤشر بذلك المستوى الضعيف ، في حين المحني (ب) يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق و قيمتها الحقيقة ، في حين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية و قيمتها الحقيقة مساويا للصفر وهنا يكون سوق رأس المال يكون كفوا بقوة أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر ، طالما تتساوى القيمة الحقيقة مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم¹.

¹ كاظم حاسم الدعسي ، مرجع سابق ذكره ، ص 128.

المطلب الثاني : أهمية نظام المعلومات في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال.

أساس كفاءة السوق هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية و عن السوق ككل، فعندما تنشر معلومة فإن الأخبار الجديدة أو السينية التي تحملها تلك المعلومة تنشر بسرعة و تتعكس بصورة فورية في أسعار الورقة المالية التي ترتبط بهذه المعلومة و هناك ثلاثة أمور تعنى بشأن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم هبوطاً أو صعوداً و هي :

- في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة ، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق .
- المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية ، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلّمت بالمعلومة و إستوعبتها جيداً و تعاملت معها بإحداث تغيرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية .
- المعلومة تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد و أن قدرتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادلة ، بناءاً على معلومات خاصة و هنا من الضروري التأكيد أن المعلومات تأخذ إحدى الصورتين التاليتين : الحصول على المعلومات الخاصة قبل باقي المتعاملين أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين¹.

من هنا تظهر أهمية المعلومة في السوق الكفؤة بأنها مجموعة من البيانات التي يتم تجهيزها للمتعاملين ، وهي ذات قيمة حقيقة أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار ، و تعمل على تنمية و زيادة المعرف و تخفيض مخاطر عدم التأكيد لأي حال و تتصف هذه المعلومة بالدقة ، الملائمة و توفرها في الوقت المناسب و الشمول و الإلتظام في نشر المعلومات بصفة دورية و العدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي .
يعتبر نظام المعلومات بمجموعة القواعد و الإجراءات التي تكفل إتاحة المعلومات المناسبة إلى المستثمر الإتخاذ القرار الكفء و تبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات ، في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية

¹ صالح مفتاح ، فريدة معاشر ، مرجع سبق ذكره ، ص 190.

كافة العمليات التي قامت بها الشركة وهذا من شأنه أن يعتمد في تقييم الأوراق المالية وتقدير المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذا تقييم البديل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق إذ يجب التركيز عند القيام بعملية الإفصاح عن المعلومات على النقاط التالية :

- كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها ، فزيادة الإفصاح قد يلحق بالشركة ضرر خاص من قبل المنافسين .
- زمن الإفصاح عن المعلومات ، إذ يجب إيصال المعلومات للمستثمرين في وقت مبكر خاصة وأن ذلك سيؤثر على قراراهم لهذا من الأفضل أن يكون تجميع وتحليل المعلومات ونشرها سريعا يقدر الإمكانيات لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة ، حتى تكشف عن التغيرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين .
- ~~كمية الإفصاح~~^{كيفية الإفصاح} عن المعلومات حيث يعبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل الشركات بنشر البيانات والقوائم المالية والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة وذلك عن طريق :
 - 1) متابعة للالتزام الشكك ب توفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة .
 - 2) تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة .
 - 3) الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية .

من هنا تظهر لنا أهمية المعلومات الواردة للسوق ومدى إنعكاسها في السعر وسرعة لتحقيق الكفاءة المرجوة¹.

¹ صالح مفتاح ، فريدة معاري ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 183، 184.

المطلب الثالث : إجراءات تحسين كفاءة أسواق رأس المال والعوائق التي تواجهها .

تعددت الإجراءات للرفع من كفاءة أسواق رأس المال وذلك للعوائق التي يعرفها نموذج السوق الكفؤة وسنحاول في هذا المطلب التعرض لأهم هذه الإجراءات و كلها للعوائق التي يواجهها نموذج السوق الكفؤة .

الفرع الأول : إجراءات تحسين كفاءة أسواق رأس المال.

ويكفي أن نلخصها فيما يلى¹ :

أولاً : ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل و السمسار باعتبار أن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة ، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تخفيض المعاملات بشكل يسهم في توسيع و تعميق الأسواق ومن ثم مستوى السيولة فيه ، ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكلفة المعاملات إلى توفير أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق .

ثانياً : استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في أسواق رأس المال بشكل يسهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي يعكس بالإيجاب على كفاءة السوق .

ثالثاً: السعي نحو توحيد كافة الأسواق المنظمة و غير المنظمة في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة إتصالات إلكترونية متغيرة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة و ضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة و تقويم السوق الموحدة على :

1. مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي ترمي في جميع الأسواق .

2. مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات .

3. يسمح للأفراد و المؤسسات طالما توفر لديهم حد أدنى من رأس المال و استوفوا الشروط و المتطلبات التي تقررها الفوائين و القرارات المنظمة أن يمارسوا مهنة صالح السوق * لاي ورقة مالية ،

* صالح السوق هو متداول غرضه الأساسي من التداول الربح توفر السيولة عبر القواعد المستمرة عن العروض والطلبات ليقى المتداولين في السوق ويرتكز على تحقيق أفضل توازن بين العرض والطلب

¹ عاطف وليم أندرؤوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مراجع سبق ذكره ، ص 69، 70.

رابعاً: توفير وسائل وقوف الإيصال الفعالة حيث يستطيع المتعاملون بواسطتها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات

المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي¹ من خلال¹:

1. الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه وعن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل .

2. الإطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق .

خامساً: أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق .

سادساً : وجود فئة من المستثمرين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للإستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية ، وهو ما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحيثذا تتحقق الكفاءة المنشودة .

سابعاً: أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب .

ثامناً : توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها مناحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة ويشكل يحد من عملية إحتكار المعلومات .

تاسعاً : توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء² .

* الإفصاح المالي هو الإعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركة المدرجة في سوق المال ولبن من شأنها أن تؤثر على قرارات العرض والطلب على الورقة المالية وبعد الإفصاح جوهر العملية الاستثمارية .

¹ زياد رمضان ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 199، 200.

² صالح مفتاح ، فريد مغاربي ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 186، 187.

الفرع الثاني : عوائق الوصول إلى كفاءة في سوق رأس المال .

هناك عوائق عدّة تقف في سبيل تطبيق نموذج السوق الكفؤة من بينها¹ :

أولاً : تأثير سعة الإنتاج ، فهناك بعض الشركات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد مالية مما يخلق أحجاماً إختلال في توازن المحفظة الاستثمارية ، حيث تغير تكاليف المعلومات الخاصة بقيمة معلومات هذه الشركات عالية فيكون من الصعب معرفة المخاطر .

ثانياً : تأثير التضليل الإعلامي ، مثلاً عندما يحدث تضخم لأرقام المنتجات و الأرباح و من يكتشف المستثمرون بألفهم وقعا في خدعة مالية وهو ما يتسبب في إيهام الرقة في المؤسسات المالية و الشركات المعنية ومن ثم في السوق الثاني .

ثالثاً: تأثير ضعف التقدير للمعدلات الكاملة للعوائد أو المخاطر يجعل التقديرات عند مستويات دنيا و بالتالي تشهد الأسواق تقلبات أسعار الأدوات المالية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند إعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية .

رابعاً : يمكن اعتبار التلاعبات في أسواق رأس المال بين معوقات تطبيق نموذج الكفاءة ، حيث ترتبط الجرائم المالية بتأثيرات سلبية خطيرة سواء على الشركات و مساهميها ومن ثم على السوق المالي مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن إدخال أموالهم و الاستثمار بطريقة كفؤة وعلى ذلك فإن نظرية السوق الكفؤة و السعي لتطبيقها يشوبها شوائب عدّة بفعل هذه الجرائم و التي تمثل في² :

1. تكون الجريمة بفعل المضاربين الذين يهدّفون إلى تحقيق مكاسب غير مشروعة عن طريق إضرار الآخرين ، وذلك إما عن طريق التلاعب بمفردهم أو إشتراكهم مع الغير أو بافتتاح الشائعات و ترويج التوصيات من دون وجود معلومات صحيحة يتم الإعتماد عليها .

2. عمليات غسيل الأموال حيث يهدف هؤلاء إلى جعل أموالهم التي تم الحصول عليها بطرق غير مشروعة إلى إدخالها في السوق المالية و تدويرها مع الأموال الأخرى لتصبح مشروعة من هنا حيث يعتبر

¹ آخر متجر لتجار ، www.kantakji.com/files/12016 ، مرجع سبق ذكره .

² السيد عبد المقدار متولي : مرجع سابق ذكره ، ص 110-115.

التلاعب في الأسواق المالية في التصرفات، التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق .

خامساً: تداعيات اللاكفاءة : حيث أنه إذا كانت الأسعار في السوق الكفؤة عشوائية لا يمكن التنبؤ بها فإذا لم تعكس المعلومات في الأسعار فهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة و إنعكاسها في السعر ، يستغله بعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادلة لأنها غير دائمة ، فسرعانما تنتشر تلك المعلومة بين كافة المستثمرين و يصبح هامش أرباح هؤلاء المستثمرين معذوما في هذه الحالة لا يمكن التنبؤ بالأسعار وهذا ما يعرف باللاكفاءة التي ينبع عنها فقدان الثقة في السوق المالي .

ويمكن حصر بعض العوامل التي تحول دون تحقيق التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة فيما يلي :

1. وجود حالة الذعر في السوق.
2. إطلاق الشائعات هنا سيؤدي تغيرات لامبر لها في أسعار الأوراق المالية.
3. المسارات غير الأخلاقية و التي تعد صور للإنساب من أمهاتها هنا من شأنه أن يؤدي إلى رفعه ثقة المعاملين في السوق¹.

¹ غروز رحال ، مرجع سبق ذكره ، ص 77، 78.

خلاصة الفصل :

من خلال ما تعرضنا له فهذا الفصل النقاط التالية يمكننا استخلاص :

-السوق المالية تعني بما هنا السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ولم يعد الإطار المكان شرطا ضروريا لوجودها، بل يكفي وسيلة إتصال فعالة لقيامها . و توضح أهمية السوق المالية في العمل كحلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي .

-ويعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل ، وسوق رأس المال مصدرا هاما للتمويل طويلا الأجل ، وبعد هذه النوعان من الأجزاء المهمة والفعالة في الأسواق المالية إلا أنه تتعدد أقسام الأسواق المالية وتختلف وظائفها وأهميتها .

-وتعتبر الأوراق المالية ، لا سيما الأسهم والمسندات من مصادر تمويل طويل الأجل ، ويمكن تصفيف الأوراق المالية بعدة طرق ، بحيث تصنف الأسهم والتي تعد أدوات ملكية إلى السهم عادي و أسهم منازلة ، و أما المسندات والتي تعد أدوات دين تتبع حسب عدة معايير ، ولم تكن الأدوات المالية التقليدية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار ، فقد ظهرت الأدوات المالية المستحدثة وهي المشتقات المالية بأنواعها .

-كما تعد كفاءة الأسواق المالية الهدف الأساسي الذي تسعى إليه معظم الأسواق المالية ، والتي تعنى سرعة إستجابة الأسعار الأوراق المالية (الأسهم) لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق المالي ، وتنوع الكفاءة في الأسواق المالية بين الكفاءة الكلمة والاقتصادية ، وفي ظل السوق الكفو تكون القيمة السوقية للسهم متساوية لقيمتها الحقيقة .

-تلعب المعلومات دورا مهما في الأسواق المالية ، كما أن هناك إجراءات لتحسين الكفاءة في الأسواق المالية في ظل وجود عوائق وصعوبات أمام غاياتها إلى الوصول، نسوق مالي كفو .

الفصل الثاني

التحرير المالي

و علاقته بفاءة

الأسواق المالية

تómé ميد:

شهد الاقتصاد العالمي خلال الربع الأخير من القرن الماضي ، جملة من التطورات شملت جميع النواحي الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، مما يضفي نوعاً من الشمولية في التأثير على الأوضاع الداخلية والخارجية لدول العالم ، هذه التطورات كان لها الدور البارز في تسريع و إزالة القيود و المعوقات التنظيمية ، و التشريعية التي كانت تحول دون توسيع الأنشطة المصرفية و المالية ، على حد سواء و بالتالي تؤثر على كفاءة كلى القطاعين المصرفي و المالي ، هذا يلور لنا مفهوم التحرير المالي ، و معالجة هذه الأفكار المطروحة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث تضمّنت :

المبحث الأول : التطورات الاقتصادية العالمية و دورها في عملية التحرير المالي .

المبحث الثاني: ماهية التحرير المالي.

المبحث الثالث: آثار التحرير المالي على الكفاءة المصرفية.

المبحث الرابع: آثار التحرير المالي على كفاءة مروق رأس الأموال.

المبحث الأول : التطورات الاقتصادية العالمية ودورها في عملية التحرير المالي.

لعبت التطورات الاقتصادية التي عرفها العالم ، دوراً بارزاً في التسريع من وتيرة الانفتاح الاقتصادي بصفة عامة والمالي خصوصاً ، ونظرًا لأهمية هذه التطورات س يتم التطرق في هذا البحث إلى أهم المتغيرات التي عرفها الاقتصاد العالمي .

المطلب الأول: التحول إلى إقتصاد السوق وتزايد ظهور التكاملات الاقتصادية .

يعتبر التحول إلى إقتصاد السوق كأهم تطور عرفه الاقتصاد العالمي ، هذا التحول الذي حر رايه العديد من الظواهر وتعزز التكاملات الاقتصادية إحداثها .

الفرع الأول: التحرر الاقتصادي والتحول إلى إقتصاد السوق.

بعد التحول إلى إقتصاد السوق من ضمن متطلبات ظاهرة التحرر الاقتصادي الذي تبنته العديد من الدول .

أولاً : مفهوم التحرر الاقتصادي ومراحله .

1- مفهوم التحرر الاقتصادي :

يعرف التحرر الاقتصادي على أنه : «بعد الدولة من التدخل في تسيير الشاطئ الاقتصادي بإعتبارها وسيلة تنظيم وتنقييد في نفس الوقت ، ويعطي في المقابل للسوق دوراً مهماً في إدارة الشؤون الاقتصادية ، اعتقاداً أن القطاع الخاص أكثر كفاءة من القطاع العام في تحقيق النمو الاقتصادي للبلاد¹».

وتكرز سياسات التحرر الاقتصادي على تقليل أو إزالة القيود على التجارة الداخلية والخارجية ، وتوسيع نشاط القطاع الخاص وإطلاق أخرية لقوى العرض والطلب في التسعير، وجعل السوق المحلية أكثر تنافسية وتنشيط إجراءات التجارة والاستثمار والدفع إلى تبني معايير الجودة طبقاً للمواصفات العالمية².

2- مراحل التحرر الاقتصادي :

إن عملية التحرر الاقتصادي يجب أن تتم على خطوات منتظمة ومرتبة حيث لا تستطيع أية دولة ، أن تقوم

¹ عاطف وليم اندراؤس ، أسواق الأوراق المالية بين حضورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001، ص 190.

² عبد القادر بريض ، التحرير المالي و متطلبات تطوير الخدمات المصرية و زيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية ، مطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع نقود و مالية ، جامعة الجزائر ، 2005، ص 34.

بعملية التحرر دفعة واحدة، إذ لا بد من برنامج محدد لذلك يتضمن الخطوات التالية¹:

- أ- إحكام السيطرة المالية وضبط الإنفاق الحكومي وإصلاح السياسة الضريبية والمالية العامة .
 - ب- تحرير القطاع المالي والمصرفي ، وعلى الاقتصاديات المتحررة تدعيم قطاعها المالي .
 - ت- تحرير التجارة و الاستثمار و حركة رؤوس الأموال ، حيث من الأفضل تحرير التعامل على أساس الحساب الجاري على نحو أسرع من تحرير تدفق رؤوس الأموال الدولية.
- ثانيا : التحول إلى إقتصاد السوق .

شهد النصف الثاني من الثمانينات انطلاقاً موجة من التوسع الضخم للتجارة في العملة الأجنبية ، بعد إهيار نظام بريتن وورز الدولي ، وكان المحرك الإيديولوجي لهذا الجانب الاقتصادي هو تيار ليبرالي يمثّل هذا الأخير في إلغاء سيطرة الدولة على الأسواق الرأسمالية .

1-مفهوم التحول إلى إقتصاد السوق:

إن التحول إلى إقتصاد السوق يعني: «التحول من إقتصاد تتحدد فيه أسعار السلع والخدمات وعوامل الإنتاج ، كلها أو جزءاً اقراراً، إدارة ، ويتم تحديد مصادر الموارد وفقاً لآفاق القرارات ، وذلك أداة المازه الأكبر من أدوات الإنتاج ، إلى إقتصاد تتحدد فيه أسعار السلع والخدمات وعوامل الإنتاج وفقاً لقوى السوق ، ويتم تحصيص الموارد بين السلع والخدمات وتوزيع الناتج بين الأفراد والمؤسسات وتحديد نظر ملكية الأفراد والمؤسسات الخاصة لأدوات الإنتاج وفقاً لإشارات الأسعار التي تعكس التفاعل بين قوى العرض و الطلب²».

وبالتالي فإن إقتصاد السوق ، لا يعني ترك إدارة النشاط الاقتصادي أو غالبيته للقطاع الخاص ، وإنما هو نظام متكامل بأبعاده الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ، ويفترض أن تكون الأسواق حرة والوصول إليها متاحاً لجميع الناس³.

2-عوامل التحول إلى إقتصاد السوق :

يتطلب التحول لإقتصاد السوق العوامل التالية :

¹ عبد القادر بريش ، مرجع سبق ذكره ، ص 36.

² عبد القادر نوسي ، العولمة (فلسفتها ، مظاهرها ، تأثيراتها) ، دار هومه ، الجزائر ، 2009 ، ص 22.

³ مصطفى العبد الله الكفري ، عولمة الاقتصاد و التحول إلى إقتصاد السوق في الدول العربية ، إتحاد الكتاب العرب ، دمشق ، 2008 ، ص 62.

أ-إتباع برامج للثبت والتكييف الهيكلي تكفل بنجاح برنامج التحول ، فهذه الأخيرة تسعى إلى إجراء الإصلاحات الاقتصادية في هيكل الاقتصاد بصورة تجعله قادراً على القيام بدوره على الوجه المطلوب ، كما وتحدف هذه البرامج إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الكلية ضمن إطار التحلي عن تدخل الدولة في الشاطئ الاقتصادي وتقليل دور القطاع العام ، في مقابل زيادة مساهمة القطاع الخاص وتطبيق معايير الكفاءة الاقتصادية في تحصيص الموارد ؛ هذا ويرجع تصميم برامج الإصلاح الاقتصادي وسياسات الثبات والتكييف الهيكلي في الدول النامية بشكل مباشر إلى الدور الذي تمارسه المؤسسات المالية الدولية ياعتبارها أهم عامل من عوامل التحول إلى اقتصاد السوق^١.

² - إلإ أهمية خاصة لتحرير القطاع المالي بصفة عامة ، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة .

من خلال هذه العوامل يمكن القول أن التحول إلى إقتصاد السوق يستهدف النمو وذلك من خلال حشد الموارد وتحسين كفاءة استخدامها ، واستغلال الصاقات العاطلة ، وتلعب السياسة المالية دورا هاما في المراحل المختلفة للتحول لإقتصاد السوق ، إذ أنها تسهم في بداية التحول من خلال برنامج التثبيت وذلك من خلال السيطرة على معدلات التضخم³ ، هذا وإذا كانت إجراءات التكيف الهيكلي تهدف إلى إزالة التشوّهات في هيكل الأسعار والتكلفة ، وتحرير الأسواق وإزالة الفيبرد على التجارة الخارجية وتوسيع رقعة القطاع الخاص على حساب القطاع العام ، والتي تنتهي إلى تطبيق نموذج إقتصاد السوق فإن ذلك لا يعني التجاهل التام لدور الحكومة إذ يبقى دورها هام في مرحلة التحول هذه.

3- شروط تحقيق أهداف التحول لاقتصاد السوق

في إطار إقتصاد السوق يختفي أو يتقلص دور الدولة كمنتج ويتلاطم دورها كمنظم للأسوق ، ذلك أنه لكي يتحقق التحول إلى إقتصاد السوق أهدافه المرجوة وأهمها الكفاءة التخصيبية والنمو ، لابد من توفر شروط معينة نذكرها فيما يلى :⁴

أ—أن تكون الأسواق تناهية تسيير بوجود عدد كبير من البائعين والمشترين ، وتوفر سرية الدعوٰل والخروج منها بسهولة .

¹ عاطف وليم اندراسوس ، *أسواق الأوراق المالية بين عمليات التحول الاقتصادية والتحرير المالي و متطلبات تطويرها* ، مرجع سبق ذكره، ص 202.

نفس المرجع، ص 205.²

³ محدثی انبیاء اللہ انگلشی، مترجم سبق ذکرہ، ص 86.

⁴ عاطف ولیه اندراؤس ، *أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها*، مرجع سبق ذكره ، ص 207.

بـ- توفر التوظيف الكامل لموارد الاقتصاد الكلي .

جـ- توفر المعلومات بشكل كامل بجميع أطراف السوق .

الفرع الثاني : تزايد الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية.

تعتبر التكتلات الاقتصادية واحدة من أهم التطورات الاقتصادية ، لهذا ستعرض إلى ماهيتها فيما يلي :

أولاً : نشأة ومفهوم التكتلات الاقتصادية.

1- النشأة :

ظاهرة التكتلات الاقتصادية ليست بالحدثية إلا أن ظهورها كتجربة إقتصادية كانت بعد الحرب العالمية الثانية ، إذنها بجموعة من الدول سواء كانت نامية أو متقدمة رأسمالية أو إشتراكية ، وهذا لمواجهة مختلف التحولات التي شهدتها العالم في تلك الفترة فظهرت هذه التكتلات كنتيجة للقيود في العلاقات الدولية و كمحاولة جزئية لتحرير التجارة ، بين عدد من الدول¹ ، فظهرت في صورة مشروعات فردية قدمتها أمريكا للدول الأوروبية و دول الشرق الأوسط ، وقد كانت شعوب قارة أوروبا أول من ساهم في نشأة هذه التكتلات وذلك بحكم ما تعرضت إليه هذه الشعوب من أزمات إقتصادية نتيجة الحرب العالمية الثانية².

2- مفهوم التكتلات الاقتصادية :

الكتل الاقتصادي هو تجمع عديد من الدول التي تجمعها روابط خاصة بالجوار الجغرافي أو التمايل الكبير في الظروف الإقتصادية أو الإنتماء الحضاري المشترك ويكون هذا التجمع في إطار معين³ .
و بعد التكتل الاقتصادي درجة معينة من التكامل الاقتصادي الذي يقوم بين بجموعة من الدول المتحانسة إقتصاديا وجغرافيا وتاريخيا وثقافيا واجتماعيا ، والتي تجمعها بجموعة من المصالح المشتركة ، حيث يجد تعظيم تلك المصالح الإقتصادية المشتركة بمدفعة زيادة التجارة الدولية السنة لتحقق ، أكبر عائد ممكن من التبادل ، ومن ثم انوصول إلى أقصى درجة من الرفاهية الإقتصادية لشعوب تلك الدول ، إضافة إلى أن التكتل الاقتصادي كمفهوم يعكس الجانب التطبيقي لعملية التكامل الاقتصادي⁴ .

¹ زيد حسين عوض الله ، الاقتصاد الدولي ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 288.

² محسن النبوi ، تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة ، منشورات الخليج ، بيروت ، 2011 ، ص 79.

³ نفس المرجع ، ص 77.

⁴ عبد الحميد عبد المطلب ، السوق العربية المشتركة الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة ، مجموعة النيل العربية ، مصر ، 2003 ، ص 30-77.

ثانياً : مفهوم وأشكال التكامل الاقتصادي .

1- مفهوم التكامل الاقتصادي وأهدافه :

التكامل الاقتصادي يعني: « تعزيز الروابط بين القطاعات الاقتصادية التي يكمل بعضها البعض الآخر ، وترك القطاعات المنافسة¹ » ، فهو بذلك إصطلاح عام يغطي عدة أصناف من الترتيبات التي يقتضاها ينفق قطران أو أكثر على تحرير وتوثيق أوضاعهم الاقتصادية ، وجميع هذه الترتيبات لها سمة مشتركة وهي أنها تستخدم التعريفة لتمييز سلعها إزاء السلع التي تتوجهها الأقطار غير المنظمة إلى الإنفاق ، ويتم التكامل الاقتصادي بين دولتين على الأقل لها خصائص مشتركة تدفعها نحو تحقيق عملية التكامل فيما بينها و من هذه الخصائص التقارب النقائي واللغوي ؛ التقارب الجغرافي ، الإستراتيجي والمصلحي إلى غير ذلك من الخصائص المشتركة والمحفزة لعملية التكامل الاقتصادي².

هذا وبحد بعض الباحثين يدخلون ضمن إطار التكامل الاقتصادي ، التكامل الاجتماعي ويوسعه آخرون لينطوي، على أي نوع من أنواع التعاون الدولي³.

من خلال هذا التعريف يمكننا إستخلاص الأهداف الكامنة وراء عملية التكامل الاقتصادي والمتمثلة في ما يلي :

أ- القضاء على مشكلة ضيق السوق فصبح بالإمكان الحصول عليه، أسواق، أوسع و مجال أكبر يستوعب كل المنتجات ، وما يتبعه من ثبو الطلب على منتجات الدول الأعضاء في التكامل هذا يؤدي إلى اتساع الفرص وال المجال أمام المنتجين لزيادة الإنتاج مما يؤدي إلى تشغيل الطاقات الإنتاجية المعطلة ، كما أن اتساع حجم السوق يؤدي إلى التخصص وتقسيم العمل بين الدول الأعضاء⁴.

¹ سامي عفيفي حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم ، الطبعة الثانية ، الجزء الثاني ، الدار المصرية ، القاهرة ، 1994 ، ص 222.

² محسن الشواي ، مرجع سابق ذكره ، ص 65.

³ عمر حسين ، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1998 ، ص 7.

⁴ عبد الحميد عبد المطلب ، التحديات المستقبلية للشكل الاقتصادي العربي ، الدار العربية للطباعة و النشر ، القاهرة ، 2003 ، ص 52.

ب- تسهيل عملية التنمية الاقتصادية ، حيث أن هذه العملية تصبح أسهل بعد قيام التكامل ، فالاستفادة من اتساع السوق ووفرة عنصر العمل تؤدي إلى خلق فرص جديدة تعمل على التهوض بالإنتاج والاستثمار والدخل والتشغيل¹

2- أشكال التكامل الاقتصادي :

يتخذ التكامل الاقتصادي أشكالاً أو مستويات عديدة ترداد درجاته كلما زاد الانتقال من شكل إلى آخر وصولاً إلى الاندماج الاقتصادي وتمثل أشكال التكامل الاقتصادي فيما يلي :

أ- شكل التفضيل الجزئي، هنا تقوم الدول الأعضاء بالتقليل من القيود التي تعيق حركة السلع والخدمات بين الدول المتكاملة إضافة إلى التقليل من الحواجز الخمركية دون الإلغاء النهائي لها².

ب- منطمه التجارة الحرة ، ويتم الإنفاق في هذا الشكل بإلغاء الرسوم الجمركية على تدفق السلع بين الدول الأعضاء ، وفي الوقت نفسه تحفظ كل دولة عضو بحقها في فرض ماتريده من قيود على باقي دول العالم خارج منطقة التجارة ، وهو ما يهدى أمة دولة خارج المجموعة التجارية ، إلى التكامل مع هذين الدول ذات المجموعة³.

ج- السوق المشتركة، بالإضافة إلى ما تم تطبيقه في الاتحاد الجمركي ، يتم تحرير حركة عناصر الإنتاج بين الدول الأعضاء في السوق ، وبذلك يتم تشكيل سوق موحدة يتنقل فيها وبحريّة تامة السلع والأشخاص ورؤوس الأموال⁴.

د- الوحدة الاقتصادية ، هي المرحلة الأعلى من مرحلة السوق المشتركة ، حيث يتم تنسيق السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية، إلى جانب السياسات الاجتماعية والضرائب⁵.

هـ- التكامل الاقتصادي التام، وهو أرقى مرحلة من مراحل التكامل ، حيث يتم تحقيق وحدة إقتصادية ، قد تصل إلى أن تكون هناك عملية تعامل بها الدول المتكاملة في كافة معاملاتها ونشاطاتها الاقتصادية⁶.

¹ إسماعيل العربي ، التكامل والاندماج الإقليمي بين الدول المتقدمة ، الشركة الوطنية للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، الجزائر ، 1981 ، ص 85.

² محسن الندوى ، مرجع سابق ذكره، ص 92، 93.

³ نفس المرجع ، ص 93.

⁴ فليح حسن علّف ، العلاقات الاقتصادية الدولية : مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2001 ، ص 169.

⁵ نفس المرجع ، ص 170.

⁶ محسن الندوى ، مرجع سابق ذكره ، ص 95.

من خلال مما سبق ذكره حول التكاملات الاقتصادية يمكن القول أن هذه الأخيرة ساهمت مساهمة فعالة في تسريع وعميق التحرير المالي بين الدول المتكتلة ، وذلك على أساس إزالة الحواجز و القيود بين الدول المتكتلة .

المطلب الثاني : تزايد دور المنظمات الدولية .

تزايد أهمية الدور الذي تأكده المنظمات الاقتصادية العالمية ، وذلك لما توفره من إزالة القيود والعقبات المعرقلة للنشاط الاقتصادي بين مختلف الدول ، وبذلك تصبح هذه المنظمات أداة في سبيل تحقيق وتأكيد العولمة الاقتصادية ، هذا وقد ساهمت المؤسسات المالية الدولية في تقديم المساعدات والمشورات الفنية من أجل تدعيم عملية التحرير المالي .

من أهم هذه المساعدات¹ :

- إجراء تحسينات حول التشريعات الأساسية المصارف المركزية وبقية الجهاز المصري .
- إجراء تحسينات وإصلاحات في الإدارة النقدية والمالية وإدارة النقد الأجنبي وسوق النقد .
- تحسيين أوضاع الدين الحكومية ، والإحصاءات النقدية .
- تصميم نظم المدفوعات وإقامة ترتيبات نظام التأمين على الودائع ، وإعداد أنظمة الخطة المالية ، وتعزيز القدرات الرقابية على الجهاز المصري .

وقد وجهت هذه الجهد إلى عدد كبير من الدول الأعضاء في هذه المؤسسات وخاصة التي عرفت بالاقتصاديات الانتقالية بغية تهيئتها من تحقيق الانتقال إلى اقتصاد السوق وتطبيق المزيد من التحرير الاقتصادي والمالي في إقتصاديها .

¹ عبد العاطي ابراهيم ، مرجع سابق ذكره ، ص 11.

الفرع الأول : منظمة التجارة الدولية.

ستعرض إلى منظمة التجارة الدولية من خلال تعرفنا على النقاط التالية :

أولاً : نشأة وتعريف منظمة التجارة الدولية .

حدث تحولات مهمة في العلاقات الاقتصادية الدولية عجلت بإنشاء كيان جديد يشرف على تنظيم العلاقات التجارية الدولية ، وتوجيه السياسات التجارية وتمثل أهم هذه التحولات فيما يلي¹ :

1- إنهيار المعسكر الاشتراكي وتدور أوضاع الإتحاد السوفيافي .

2- إخفاق مسيرة التنمية في البلدان النامية وتفاقم مشكلات المديونية .

3- تطور أزمات الدول الصناعية المتقدمة، ورغبتها في توسيع أسواقها الخارجية .

4- محدودية الإنفاقيات التجارية التي ثُمت في إطار الإنفاقية العامة للتعرفات الجمركية والتجارة (الجات).

هذا وقد تأسست منظمة التجارة العالمية عام 1995 ، بعد إختتام مفاوضات جوله الأوروغواي عام 1993 و يعد قيام منظمة التجارة العالمية واحداً من أهم الأحداث الاقتصادية التي شهدتها العالم في منتصف التسعينيات²، حيث أصبحت هذه الأخيرة هي المنظمة الرئيسية المسئولة عن تنفيذ العولمة على المستوى التجاري والإقتصادي ، ونظم المنظمة 134 دولة وتنشارك ب نحو 90% من حجم التجارة الدولية ، وتضع بجموعة من القواعد والقوانين التي تلتزم بها الدول الأعضاء في مجال التجارة الدولية للسنع والخدمات والأفكار وتحدد حقوق وإلتزامات الدول الأعضاء في إطار عام واسع ومتنوع للأطراف³، حيث يؤمن الإلتزامات التعاقدية الأساسية التي تحدد للحكومات كيفية صياغة وتنفيذ الأنظمة والضوابط التجارية ، كما أنها عبارة عن متى يسعى إلى تعميم العلاقات التجارية بين الدول من خلال المناقشات والمقابلات الجماعية والأحكام القضائية ، للمنازعات التجارية بين الدول⁴.

¹ صالح صاحبي ، الآثار المتوقعة لانضمام الجزائر إلى منظمة التجارة الدولية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية و تعظيم مكاسب الإندماج في اخريكة الإقتصادية العالمية ، جامعة سطيف ، أيام 29-30 أكتوبر ، ص.8.

² صالح صاحبي ، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ عبد الله حابة ، رابح بوفرة ، الواقع الإقتصادي ، العولمة الإقتصادية ، التنمية المستدامة ، مؤسسة شباب الجامعات ، الإسكندرية ، 2009 ، ص 179.

⁴ محمد قويدري ، إنعكاسات تحرير التجارة العالمية على إقتصاديات البلدان النامية ، مجلة الباحث ، جامعة الأغواص ، العدد الأول ، 2000 ، ص 19.

ثانياً: مهام منظمة التجارة الدولية وأهم إنجازاتها.

ستتطرق في هذا الجزء إلى المهام الموكلة للمنظمة مع إستعراض أهم إنجازاتها كما يلي :

1-مهام منظمة التجارة الدولية :

تقوم منظمة التجارة الدولية بتسهيل تنفيذ إدارة الاتفاقيات المتعددة الأطراف، وكذا إدارة وتنظيم المفاوضات بين الدول الأعضاء، والإشراف على جهاز فصل المنازعات وتسويه الخلافات التجارية، إضافة إلى مراقبة ومتابعة السياسات التجارية والتعاون والتنسيق مع صندوق النقد الدولي، الذي أوكلت إليه مهمة تحرير النظام النقدي الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير الذي أوكلت إليه مهمة تحرير النظام المالي ودعم مشروعات الاستثمار وتوجيه عمليات التنمية¹.

2-أهم إنجازات منظمة التجارة الدولية :

ستعرض لأهم إنجازات منظمة التجارة الدولية من خلال العناصر التالية²:

أ-اتفاقية تكنولوجيا المعلومات، التي تعتبر من أبرز الاتفاقيات التي أنجزها المنظمة، وتنص على الإلغاء التدريجي للرسوم الجمركية على منتجات تكنولوجيا المعلومات للدول الموقعة، إضافة إلى أنها أعطت مرونة لبعض الدول فيما يتعلق بإلغاء الرسوم على هذه المنتجات.

ب-الخدمات المالية، حيث يشمل قطاع الخدمات المالية، قطاع التأمين والبنوك والخدمات المالية الأخرى، وقد وافقت الدول التي وقعت على الاتفاقية جملة من الإلتزامات منها، فتح أسواقها أمام البنوك الأجنبية والشركات التي تعامل بالأوراق المالية، هذه الاتفاقية ستجعل الأسواق الدولية مفتوحة أمام العالم الخارجي، وبالتالي يمكنها أن تستفيد من التدفقات الرأسمالية التي توجه إليها إضافة إلى إستفادتها من التكنولوجيا المقدمة في عالم المال والبنوك.

ج-إعطاء مزايا تفضيلية للدول النامية، وذلك بواسطة تنفيذ برنامج مساعدة للدول النامية محدودة

الـ ١٠٠٪ ازدياد قدرتها على زيادة إسهامها الدرامية.

¹ عبد اللطيف مصطفى، تحديات العولمة المالية، عن موقع : www.ierpidia.com/arab/wp-content/uploads/، تاريخ الإطلاع : 2012/3/15

² نبيل حشاد ، الجهات ومنظمة التجارة الدولية ، الطبعة الثانية ، دار جي للطباعة و النشر ، مصر ، 1999 ، ص 28، 29 .

ثالثاً : آثار تحرير التجارة الدولية على إقتصاد الدول النامية .

تعمل المنظمة العالمية للتجارة بكل ماقبل ذلك من أجهزة ولوائح تنظيمية للمساهمة في إحداث تنمية مستدامة في الدول النامية ، لكن يبقى خيار الدول النامية للإندماج الإيجابي ضمن النظام التجاري العالمي الجديـد مرهون بـعـدـى إـسـتـعـادـهـ هـذـهـ الدـوـلـ لـإـعـتمـادـ تـدـابـيرـ فـعـالـةـ وـرـشـيدـةـ فـيـ الـحـالـ السـيـاسـيـ وـالـاـقـصـادـيـ وـبـنـاءـ إـقـصـادـ تـنـافـسيـ¹ ، وـهـذـاـ نـسـطـطـيعـ القـوـلـ أـنـ الدـوـلـ النـامـيـةـ لـاـسـتـطـعـ تـحـقـيقـ مـكـاـسـبـ تـحـرـيرـ التـجـارـةـ النـوـلـيـةـ إـلـاـ بـشـروـطـ أـسـاسـيـةـ ،ـ مـنـهـاـ مـرـوـنةـ عـنـاصـرـ الـاتـاجـبـيـاـ لـلـمـيـزـاتـ النـسـيـيـةـ ،ـ مـسـتـوـىـ مـرـفـعـ منـ التـوظـيفـ وـدـرـجـةـ عـالـيـةـ مـنـ الـمـنـافـسـةـ ،ـ وـبـخـاـوزـ الـفـحـوـتـينـ الـاـقـصـادـيـةـ وـالـتـقـنـيـةـ بـيـنـهـاـ وـبـيـنـ الدـوـلـ الـمـتـقـدـمـةـ ،ـ وـبـخـاـوزـ الـاـتـارـ الـجـانـبـيـةـ لـلـمـشـكـلـاتـ الـاـقـصـادـيـةـ ،ـ مـنـ جـانـبـ الدـوـلـ الـمـتـقـدـمـةـ².

من خلال ما سبق لنا ذكره حول منظمة التجارة الدولية ، تمكنا القول أنها ساهمت في تعميق التحرير المالي و ذلك من خلال إنجازها و بالأخص إتفاقية الخدمات المالية التي شملت تحرير هذا القطاع و الاستفادة من مختلف التدفقات البرأسمالية .

الفرع الثاني: دور صندوق النقد الدولي.

أنشئ صندوق النقد الدولي بموجب إتفاقية بروتون وودز (1944) وتكون وظيفته فيما يلي³:

أولاً: دعم استقرار أسعار الصرف .

ثانياً: المحافظة على التدابير المنظمة للصرف بين الدول الأعضاء ، لتقادي التنافس على تخفيض أسعار الصرف .

وقد بإمكان صندوق النقد الدولي أن يعمل على تدعيم التعاون الدولي من خلال، التنظيم الدائم وتوفير الأجهزة اللازمة للتشاور والتعاون حول حل المشكلات النقدية الدولية، وساهم مساهمة فعالة في النمو المتوازن للتجارة العالمية من خلال توفير التمويل اللازم لها، إضافة إلى قيامه بنور ملحوظ في مجال إصلاح القطاع المالي في العديد من الدول النامية، وقدف برامج صندوق النقد الدولي إلى تطوير سياسات القطاع المالي ، ويمكن تقسيم هذه السياسات إلى نوعين هما:

¹ محمد قويدري ، مرجع سابق ذكره ، ص 20.

² عبد الرحمن بشرى أحمد ، قضايا إقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص 280.

³ عبد الله نجاشة ، مرجع سابق ذكره ، ص 180.

- السياسات التي تحسن نظام الرقابة التقديمة .
- السياسات التي تحسن من تعبئة المدخرات المحلية وتخصيصها .

يعد الهدف من البرنامج التي يضعها الصندوق وتنفذ التي يتبناها البنك الدولي، وإتفاقيات تحرير التجارة الخارجية، وتحrir اخيدعات المالية والصرفية هو، خلق الظروف المناسبة سواء كانت إقتصادية، نقدية، مالية، تشريعية، داخل البلدان النامية لتسكين الشركات المتعددة الجنسيات، من إحكام سيطرتها وتدخلها في هذه البلدان وجرها إلى الإندايج في الاقتصاد الرأسمالي العالمي وبالتالي العمل على تكريس خط تقسيم العمل الرأسمالي الدولي ، الذي يعمل على تحفيز البلدان النامية واستغلال خيراها الطبيعية وإستمرار تخلفها¹.

من خلال ما تعرضنا له عن صندوق النقد الدولي ، يمكننا الوصول إلى نتيجة مفادها أن الصندوق ساهم في عملية التحرير المالي و ذلك من خلال برامج الإصلاح المالي ، وتطوير سياسات القطاع المالي التي تبتناها .

الفرع الثالث : دور البنك الدولي.

تأسس البنك الدولي في 1944، ومن أبرز أهدافه تنمية وتعزيز أقاليم الدول الأعضاء من خلال انتقال رؤوس الأموال وتشجيع الإستثمارات فيها ، وتحقيق موازن المدفوعات للدول الأعضاء، وتقديم المساعدات الفنية في إعداد وتنفيذ برامج القروض، وقد استحوذت الدول الصناعية الكبرى على القدر الأكبر من حصة الصندوق والبنك مما سهل عليها مهمة السيطرة الكاملة على هذين المنظرين ، وهذا أصبحت الدول النامية ترضخ لشروط المنظرين للحصول على مساعدات منها وذلك بتطبيق إصلاحات وتعديلات هيكلية ومن أهم هذه الشروط :

- 1- العودة إلى الاقتصاد الحر وبالتالي التحرير المالي والخصوصية.
- 2- التركيز على التصدير للخارج .
- 3- رفع القيد على التجارة الخارجية ، واعتماد الأسعار الحرة للصرف الأجنبي.
- 4- فتح المجال للإستثمارات الخارجية والشركات الأجنبية دون قيد أو شرط².

¹ عبد المعم محمد الطيب جده الليل ، العولمة و آثارها الاقتصادية على المصارف ، عن موقع www.matoubcegcrehe.jeelan.com/abdelmounem.pdf . تاريخ الإطلاع: 2012/03/12.

² عبد الفتى حربى ، آثار التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص نقود ومالية، جامعة، الشفاف، 2006، ص 13.

ما سبق يمكن القول أن للبنك الدولي دور مهم في ترسیخ مبادئ التحرير المالي ، وهذا من خلال البرامج والتعديلات الهيكلية والمساعدات والإعانت التي تبناه.

المطلب الثالث : تنامي ظاهرة العولمة بمختلف مظاهرها .

شهد الاقتصاد العالمي منذ الربع الأخير من القرن العشرين، تسارع العولمة على مختلف الأصعدة السياسية الاقتصادية ، الثقافية وغيرها ، هذا وتعد ظاهرة العولمة الاقتصادية كأهم منطلق للتتحولات والتطورات الاقتصادية على الصعيد العالمي.

الفرع الأول : تعريف العولمة الاقتصادية ومظاهرها .

سوف يتم التعرض لتعريف العولمة الاقتصادية ومظاهرها كخطوة أولى للعولمة المالية .

أولاً:تعريف العولمة الاقتصادية .

تعددت التعاريف المقدمة للعولمة الاقتصادية فقد يعرفها البعض على أنها : « مرحلة من مراحل تطور النظام الرأسمالي، وفيه تذوب الشؤون الاقتصادية للدولة القومية في الإطار العالمي، وفيها يتغلب الإنتاج الرأسمالي من عملية التبادل والتوزيع إلى عملية الإنتاج وإعادة الإنتاج، في ظل هيمنة الدول المتقدمة والشركات متعددة الجنسيات والمنظمات الدولية العالمية ، وإنهاء أي تدخل للدولة في النشاط الاقتصادي¹».

وهناك من يعرف هذه الظاهرة على أنها : « تمثل في جعل الاقتصاد العالمي مترباط ومتشاركاً وذلك من خلال إندماج الأسواق العالمية في التجارة والاستثمارات المباشرة ، و إنتقال الأموال والقوى العامة والتكنولوجيا ضمن إطار رأسانئية حرية الأسواق² ».

من خلال هذين التعريفين للعولمة الاقتصادية يتضح لنا ، أن هذه الظاهرة أهداف أبعد من الربح والتجارة الحرة، والحدود المفتوحة والأسواق الحرة، فهي تروج لنورة التكتلات الاقتصادية ، ونورة إقتصاد السوق وحرية التبادل التجاري، وذلك بعد قيام المنظمة العالمية للتجارة لتحمل محل إتفاقيات الجات.

¹ نعمن الدوبي ، مرجع سبق ذكره ، من 97

² نفس المرجع ، من 98

ثانياً: مظاهر العولمة الاقتصادية.

تعددت مظاهر العولمة الاقتصادية وسنجاول التعرض لأهمها في النقاط التالية¹:

- 1- إتجاه أغلب الدول إلى اتجاه سياسات الاقتصاد الحر، وهي برامج الخصخصة والتخلص عن التخطيط المركزي ، فضلاً عن قيامها بإزالة وتخفيض القيود أمام حركة التجارة الدولية ورأس المال والإستثمارات والعمال.
- 2- زيادة المنافسة الدولية وإشتداها، إضافة إلى تقلص سيادة الدول فالحكومات لم تعد لها أية سلطة على سير الأسواق وقرارات الشركات متعددة الجنسيات.
- 3- تأسيس شركات متعددة الجنسيات ، حيث تعتبر أدلة للعولمة الاقتصادية والتي تتسم بعدم وجود مقر واحد لها كما أنها لا تجد أية صعوبة في نقل سلعها وخدماتها وإدارتها من بلد لآخر ، هذا ما يجعلها تسيطر على الاقتصاد العالمي من خلال تنامي دورها وتزايد أرباحها وإتساع أسواقها وتعاظم نفوذها.
- 4- الإتجاه نحو التكامل الاقتصادي الإقليمي، بهدف الاستفادة من الفرص التي تتيحها العولمة الاقتصادية ، وناتج المرة عن « راجحة التغيرات التي تفرضها».

الفرع الثاني: العولمة المالية (المفهوم ، العوامل المفسرة، آثارها).

تعددت أنواع العولمة الاقتصادية ، حيث تعد العولمة المالية المسبب الرئيسي لحملة التطورات المتواصلة والسرعة والتغيرات المتلاحقة التي شهدتها القطاع المالي .

أولاً: تعريف العولمة المالية ومراحل تطورها.

1- تعريف العولمة المالية.

العولمة المالية وعما تعنيه من تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود والآليات والشروط التي تحرّكها بين الأسواق المختلفة ، ظاهرة ليست حداثة العهد ، فقد تلازمت هذه الأخيرة مع تطور النظام الرأسمالي مروراً بالتجارب والثورة الصناعية وال الحرب العالمية الثانية حتى يومنا هذا ، وعلى الرغم من تعدد التعريفات المطروحة للعولمة المالية ، فهي " تمثل في ذلك التشابك والترابط شبه الكامل لأنظمة النقدية والمالية مختلف الدول"²، حيث تعتبر هذه

¹ محفوظ جبار ، العولمة المالية و انعكاساتها على الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة باتنة ، العدد السادس ، ديسمبر 2002 ، ص 184.

² نفس المرجع ، ص 185.

المظاهر بمثابة " الناتج الأساسي لعمليات التحرير المال والتحول إلى ما يسمى بالإفتتاح المالي " ، ويعکن الاستدلال عن العولمة المالية بمذکورین هما :

أ- المؤشر الأول : خاص بتطور حجم المعاملات غير الحدود في الأسهم والسنداں في الدول الصناعية المتقدمة .

ب- المؤشر الثاني : خاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي .

هذا وتتضمن العولمة المالية تحرير المعاملات التالية :

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية .

- المعاملات المتعلقة بحركات رؤوس الأموال .

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وهي تشمل التحرر من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر الوارد للداخل أو المتجه للخارج¹.

في إطار العولمة المالية والإفتتاح المالي ، يتبع تكامل و إرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي ، أي عولمة الأسواق المالية ، والتي يمكن جوهرها في تحرير حساب رأس المال من خلال إلغاء القيود والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال ، وإعطاء السوق مطلق الحرية في عمليات ضمان وتوزيع وتحصيص الموارد المالية وتحويل الأصول (الأموال، الملاحة) طاقة أقوى الأرض والطبيعة ، وإعطاء الرزء والموازنات ، الملاحة الإنتاجية الازمة ؛ وعدم فرض آلية قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية².

2- مراحل تطور العولمة المالية.

مررت العولمة المالية بالمراحل التالية:

أ- مرحلة تدوين التمويل غير المباشر ، من 1960 إلى 1979 تميزت بـ³:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية بصورة مستقلة.

- ظهور وتوسيع أسواق الأورو دولار .

¹ عبد الحميد عبد النطوف ، العولمة واقتصاديات البنك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 ، من 33-35

² نعيمة برودي ، عبد القادر بلعربي ، تيار عولمة الأسواق المالية ، عن موقع : badr-cu.34.ibda3.org/t1270-topic تاريخ الإطلاع : 2012/3/20

³ حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 29.

- سيطرة البنوك على تمويل الإقتصاديات الوطنية أي التمويل بواسطة بنكية .
- انهيار نظام بروتون وودز في 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب.
- إدماج البترو دولارات في الإقتصاد العالمي .

بـ مرحلة التحرير المالي ، إمتدت من 1980-1985 تميزت بـ¹ :

- المرور إلى إقتصاد السوق المالية وتحرير القطاع المالي .
- توسيع وعميق الإبداعات المالية والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي .
- التوسع الكبير في أسواق السندات وصناديق المعاشات المختصة في جمع الإدخار.

جـ مرحلة تعليمي المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة ، إمتدت من 1986 إلى الآن تميزت بـ² :

- تحرير أسواق الأسهم وعولتها.
- ضم العديد من الأسواق الناشئة وربطها بالأسواق المالية العالمية .
- الإنجارات الضخمة التي شهدها البورصات العالمية .
- زيادة في عدد وحجم التعامل في الأدوات والمشتقات المالية .
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية، حيث أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وذلك بإستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية.

ثانياً : العوامل المفسرة للعولمة المالية.

تضافرت عوامل عديدة في تفسير العولمة المالية تذكر منها :

- 1- تنامي الرأسمالية المالية ، حيث لم يكن للعولمة المالية أن تنمو وتسارع بشكلها الراهن ، دون التنامي الموازي في الرأسمالية النامية³ ، كما وقد كان للنمو الذي حققه رأس المال المستمر في الأصول المالية ، دوراً أساسياً في

¹ عبد الله خبابة ، رابع بورقة ، مرجع سبق ذكره ، ص 53.

² نعفوف حبار ، العولمة المالية و انعكاسها على الدول النامية ، مرجع سبق ذكره ، ص 94-97.

³ أحمد متى النجار ، عولمة الأسواق المالية و آثارها على تنمية الدول النامية ، عن موقع : www.philadeelphia.edu.jo تاريخ الإطلاع : 2012/02/12

دفع مسيرة العولمة المالية وقد ارتبط هذا النمو بظهور الاقتصاد الرمزي الذي تحركه رموز ومؤشرات الثروة العينية أي الأسهم والسنداط وغيرها من الأصول المالية¹.

2- ظهور الإبتكارات المالية ، حيث ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة ، التي أصبحت تستقطب العديد من المستثمرين².

3- التقدم التكنولوجي ، حيث ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالة ، في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية ، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة الأموال من سوق لأخر ، وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية³.

4- عجز الأسواق الوطنية عن إستيعاب الفوائض المالية ، وذلك بعد حدوث موجة من التدفقات لرؤوس الأموال الدولية الناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية ، التي لم تستطع الأسواق الوطنية إستيعابها فلتجهت للخارج بحثاً عن فرص إستثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى⁴.

ثالثاً: آثار العولمة المالية .

للعولمة المالية آثار سلبية وأخرى إيجابية كالتالي :

1- الآثار الإيجابية للعولمة المالية: يترتب عن العولمة المالية الآثار الإيجابية التالية⁵:

- تحرير وتحديث النظم المصرفية والمالية ، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص ، كما تساهمن الإستثمارات الأجنبية في تحويل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها.

- توفير تعبئة عالية للإدخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي ، لأن حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها إلى إستثمارات من شأنه أن يؤدي دوراً كبيراً في التخصيص الجيد للموارد وزيادة النمو الاقتصادي.

¹ جمال الخطيب ، العولمة و النمو الاقتصادي ، دار صفاء لنشر و التوزيع ، عمان ، 2011 ، ص 20.

² عبد الله عجاية ، راين بورقة ، مرجع سبق ذكره ، ص 53 .

³ نفس المرجع ، ص 54.

⁴ نعيمة برودي ، عبد القادر بلعربي ، badr-cu 34 ibda3.org/t1270-topic .

⁵ صالح بنخاع ، العولمة المالية ، بحثة في العلوم الإنسانية ، سادسة بحثية ، العدد الثاني ، 2002 ، ص 15 .

2- الآثار السلبية للعولمة المالية : من سلبيات العولمة المالية نجد :

- من خطر هذه الظاهرة على المنطقة العربية ، تحرير الأسواق المالية وأسعار العملات التي تصبح خاضعة لتوقعات المضاربين مما يؤدي لأزمات حادة¹.
- المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة لرأس المال وتزايد أنشطة تبييض الأموال².
- تؤثر العولمة المالية على الأنظمة النقدية والمالية ، من خلال عدم الاستقرار الناتج عن التذبذب المتزايد في مصادر التمويل إضافة إلى فقدان الدول لسيطرتها على السياسة النقدية والمالية لديها³.

¹ على العطاز ، العولمة و النظام العالمي الجديد ، دار العلوم العربية ، لبنان ، 2002، ص 34.

² أحمد منير السعدي ، www.philadelphi.edu.jo ، مرجع سوق ذكره ، ص 28.

³ نفس المرجع ، ص 29.

المبحث الثاني : نظرة عامة حول التحرير المالي .

يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد وأهم التطورات البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين ، وقد إرتبطت سياسات التحرير المالي إرتباطاً قوياً بسياسة السياسات الليبرالية كسياسة إقتصادية عامة ، وكذلك بموجة التوجه نحو الإنداخ في الاقتصاد العالمي ، الذي أقدمت عليه غالبية الدول ، وبهدف هذا المبحث إلى التعرف على التحرير المالي من ناحية النشأة والتعریف و مختلف الجوانب المتعلقة بهذه السياسة .

المطلب الأول : ماهية التحرير المالي .

أصبحت برامج الإصلاح الاقتصادي ضرورة حتمية تلحاً إليها الدول وذلك من أجل التخلص من الإقتصاديات المتدهورة ؛ و الفشل المتواصل في عملية الوصول إلى التنمية و التعمير الاقتصادي ، ومن بين هذه الإصلاحات التحرير المالي .
ونظراً لأهميته سوف نتطرق إليه بمزيد من الدقة والتفصيل في هذا المطلب .

الفرع الأول : نشأة وتطور التحرير المالي .

بعد إفياز النظام النقدي الدولي المسمى بنظام بريتون وودز عام 1972 ، وتعميم أسعار صرف العملات الرئيسية (الدولار الأمريكي ، الباوند الإنكليزي ، اليان الياباني ، المارك الألماني) ، ظهرت حاجة ملحة لتحرير القطاع المالي من القيود المفروضة عليه في الدول الصناعية ، حيث بدأت دوله تلوى الأخرى بتحفيض هذه القيود المفروضة وإلغائها بهدف تكين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من التكيف مع المتغيرات الحاصلة في النظام النقدي الدولي ، وخصوصاً التقلبات في أسعار صرف العملات وزيادة المخاطر الناجمة عن ذلك¹ ، بحيث ساد الإعتقاد بأن التحرير المالي هو الحل الأمثل أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة النمو الإقتصادي العالمي ، وعليه ومع بداية عقد السبعينيات توسيع المطالبة بالتحریر المالي ، فكانت هولندا هي السباقة في ذلك عام 1966 ، ثم بلجيكا سنة 1969 ، ثم تعافت الدول إلى ذلك طيلة عقدي السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي .

كما إمتدت أيضاً سياسة التحرير المالي إلى الدول النامية ، وذلك كنتيجة حتمية لفشل سياسات الكبح المالي، التي اعتمدها تلك الدول ، وما تبع عنها من تقييد في أسعار الفائدة ، الذي أثر سلباً على إقتصاداتها ، مما

¹ نزار العبي ، تأثير التحرير المالي على السياسات النقدية والمطابق التقليدي (حالة الأردن) ، مجلة جامعة النصاج للأبحاث (علوم الإنسانية) ، افلد الواحد والعشرون : العدد الأول ، الأردن ، 2007 ، من 108.

ترتب عليها إتباع برامج التحرير الاقتصادي وفتح أسواقها وتحريرها من القيود والسعى لحدب المستجدات من الأدوات المالية لزيادة قدرها التنافسية في مجال الخدمات المالية، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال ، وعليه فإن التحرير المالي يعمل على جعل الاقتصاد أكثر إنفتاحا¹.

وقد سار التحرير المالي في معظم دول العالم وفق خطتين أساسيتين هما²:

أولاً: تخفيف القيود على الأسعار والكميات، حيث كانت أهم تدابير التحرير المالي هي تخفيف قيود الصرف للبلدان الصناعية الرئيسية الثلاثة ، كل من فرنسا ، اليابان ، بريطانيا ، وسعى هذا التخفيف لرعايا هذه الدول بالحصول على إستثمارات بالعملات الأجنبية ، مما زاد إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية .

ثانياً تخفيف القيود على أنواع معينة من النشاط المالي، حيث ثم تخفيف القيود على وصول المفترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية ، وعلى قدرهم على الإقراض بالعملات الوطنية ، مما زاد من تكامل الأسواق المالية .

وشملت تدابير التحرير المالي كذلك تخفيف القيود على إقامة المؤسسات الخاصة في الأنشطة المالية ، وعلى الاستثمار في الخواص المالية التي تهوى للمؤسسات المالية حداً ، وخاصة من حيث آجال الإستحقاق ، وأنواع الصكوك ، و السماح للمساهمين بإصدار صكوك لم يكن مسموح بها من قبل ، مثل السندات بسعر عائم في ألمانيا ، وشهادات الإيداع في فرنسا ، ألمانيا واليابان ، و الأوراق التجارية في فرنسا وبريطانيا ، كما خففت أيضاً اللوائح التي تقيد المنافسة بين البنوك وشركات الأوراق المالية كوسيلة لتشجيع الكفاءة .

سنحاول من خلال الجدول التالي التعرف على تاريخ بدأ سياسة التحرير المالي في عدة دول كما يلي :

¹ عبد العزيز حربيري ، مرجع سبق ذكره ، ص 38.

² ضياء مجید ، مرجع سبق ذكره ، ص 73، 72.

الجدول (01): تواريخ البدأ في سياسة التحرير المالي .

	البلد	القطاع الذي اخلي		الأسوق المالية		حساب رأس المال		نحو حرفي	نحو حركي	نحو حركي	نحو حركي
		نحو حرفي	نحو حركي	نحو حرفي	نحو حرفي	نحو حرفي	نحو حرفي				
البرك الاندية											
1994	94-1976	91-82-81	91-82-81-76	1991	91-89-82-77	1994	94-87-82-77	ـ	ـ	ـ	ـ
1998	98-1974	1998	98-79-78-77	1995	95-87	1986	86-84-82-74	ـ	ـ	ـ	ـ
1991	91-1973	1991	91-1973	1991	91-89	1990	90-77	ـ	ـ	ـ	ـ
	96-1973	1996-83-73	96-1983	1995-94-90	95-94-90-73	96-94-91	91-89-84-81	ـ	ـ	ـ	ـ
							96-94				
البرك											
1998	98-1979	1998	98-1979	1998-92-91	98-92-91-84	1997	97-1980	ـ	ـ	ـ	ـ
1997	97-1978	91-1988	1991-88-79	1997	97-1988	1983	83-1978	ـ	ـ	ـ	ـ
-	1973	-	1973	1992	92-1973	1991	91-87-85-71	ـ	ـ	ـ	ـ
1998	98-1980	1998	98-1994	1990	90-1988	1992	1992-1980	ـ	ـ	ـ	ـ
ـ											
-	1980	-	1985	1996	-	1983	83-1980	ـ	ـ	ـ	ـ
-	1987	-	1994	-	1995	1995	95-1987	ـ	ـ	ـ	ـ
1992	92-1990	1992	90-1990	1992	-	1991	-	ـ	ـ	ـ	ـ
-	1991	-	-	-	1993	1991	-	ـ	ـ	ـ	ـ
ـ											
ـ											

SOURCE: Saoussen ben gamra , libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents , www.univ-paris13.fr/CEPN/Ben Gamra.pdf , consulté le 13/03/2012,p 6.

الفرع الثاني: تعريف التحرير المالي.

يندرج التحرير المالي ضمن سياق التحرير الاقتصادي ، ويعتبر أحد مكوناته الرئيسية في برنامج الإصلاح الاقتصادي .

ويمكن تعريف التحرير المالي على أنه : « أي إجراء أو قرار يهدف إلى جعل النظام المالي أكثر إستجابة للتغيرات قوى السوق ، وجعل السوق أكثر تنافسية ¹ ».

كما يعرف بأنه : « عبارة عن تحرير أسعار الفائدة ، أي تركها لعوامل العرض والطلب في السوق ، وإلغاء السقوف الإلتمانية و غيرها من الضوابط ، على تخصيص الإلتمان و كفالة استقلالية البنك المركزي ² ».

أي أن التحرير المالي يقتضي التخلی عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية، بما فيها أسعار الفائدة و توجيه القروض إلى قطاعات محددة ، وإستخدام أدوات غير المباشرة التي تعتمد أكثر على آليات السوق في تخصيص الموارد وهي ³ :

- سعر الخصم .
- معدل الاحتياطي القانوني .
- آليات أخرى مثل تحويلات الحكومة إلى خارج البنوك ، و المقايضة بالعملة الأجنبية .

كما يمكن إدراج مفهومين رئيسيين للتحرير المالي هما :

أولاً: التحرير المالي بمفهومه الشامل.

ويقصد به: «مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي ، بهدف تعزيز مستوى كفاءته و إصلاحه كلبا ، وذلك بفتح الأسواق المالية و الرأسالية أمام

¹ نزار العيسوي ، مرجع سابق ذكره ، ص 109.

² نمير الحمش ، هل حقا أن التجارة الخارجية قاطرة للنمو ، ورقة مقدمة لندوة الكلمات الاقتصادية الحادية والعشرون ، 2010 ، دمشق ، ص 4.

³ أحد طنفاج ، التحرير المالي ، المعهد العربي للخطيب بالكويت ، عن الموقع: www.arab.ap.org/couvse23/PDF تاريخ الإطلاع: 2012/03/5

الشركات الأجنبية ، في ميادين البنوك و التأمين و الأوراق المالية و شركات الاستثمار و إدارة الصناديق و عدد كبير من الخدمات¹».

ثانياً: التحرير المالي بمفهومه الضيق.

و يقصد به : « تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها و التي تعيق عملية تداول الأوراق المالية على المستويين المحلي و الدولي² ».

و عليه من خلال ما سبق ، يمكن اعتبار التحرير المالي على أنه عبارة عن مجموعة الإجراءات المرتبطة بإنشاء القطاع المصرفي والمالي على الخارج ، بحيث تهدف هذه الإجراءات سواء كانت من جانبها التشريع أو التنظيمي ، إلى رفع القيود والعرقليل على القطاع المالي ، مما يؤدي إلى تحقيق أهداف هذا القطاع خاصة فيما يخص حسن تخصيص الموارد المالية ، وزيادة كفاءة القطاع المالي و بالتالي تنمية وتطور الاقتصاد .

الفرع الثالث: مبررات التحول إلى التحرير المالي.

بدأت عمليات التحرير المالي كما تم التطرق إليه سابق في الدول المتقدمة (الدول الصناعية الكبرى) ، ثم امتد فيما بعد إلى الدول النامية ، ورغم الاختلاف بين بين هذه الدول من حيث درجة تطور أسواقها المالية ، و حجم التعاملات في هذه الأسواق ، إلا أن المدف واحد وهو تحسين الأداء الاقتصادي ، من خلال تعبئة الإدخارات ، وتنقية النظام المالي و تطوير الأسواق المالية نحو الأفضل لخدمة أهداف الاقتصاد الوطني.

وقد ساعد في إنتشار و ظهور سياسة التحرير المالي و الرغبة الملحة للجوء الدول إلى هذه السياسة، ظاهرة الكبح المالي التي اعتمدها معظم الدول النامية ، و كنتيجة حتمية لفشل هذه السياسة (الكبح المالي) ظهرت ملامح التحرير المالي ; و بالتالي بعد الكبح المالي من أهم مبررات التحول إلى سياسة التحرير المالي .

أولاً : تعريف الكبح المالي.

عرف الكبح المالي بأنه : « مجموعة السياسات و القوانين و الضوابط و القيود الكمية و النوعية المفروضة من قبل الحكومة ، و التي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا و التي

¹ عبد الغني حربى ، دور التحرير المالي في الأزمات و التغير المجرى ، مداخلة مقدمة ضمن النقاش العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحكمة العالمية ، جامعة سطيف ، أيام 20-21 أكتوبر 2000 ، ص 2.

² حسن، كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 54.

متلكها^١.

وبالتالي ينصرف مفهوم الكبح المالي إلى القيود المفروضة على النظام المالي وأهمها^٢:

١- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع.

٢- رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة (كالقطاع الزراعي ، والقطاع الحكومي ، وقطاع الصناعات الصغيرة) مع تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية.

٣- فرض ضريبة ضريبة مرتفعة على القطاع المصرفي، من خلال المبالغ في تحديد متطلبات مرتفعة للاحتياطي القانوني .

٤- إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبائك منخفض.

٥- فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة و القطاع المصرفي بصفة خاصة .

٦- فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلية أم خارجية .

ثانياً : سلبيات الكبح المالي.

إن تطبيق سياسة الكبح المالي ترتب عليها آثار سلبية يمكن إجمالها فيما يلي :

١- تدني أسعار الفائدة الإسمية على الودائع والقروض إلى حد أضحت فيه أسعار الفائدة الحقيقة (في ظل تزايد معدلات التضخم) سلبية ، الأمر الذي إنعكس بالسلب على كافة عوائد الأصول المالية الأخرى و من ثم على أسعارها .

٢- أدى سوء إدارة تخصيص الائتمان إلى خفض نسبة الائتمان الموجه للقطاعات المفترض دعمها و توجيه الإئتمان لها^٣.

٣- أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البذائل الأخرى من الأصول الأجنبية ، وأدى ذلك إلى تقليل رقعة النظام المالي الرسمي مقاساً بنسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، وذلك في

^١ عاطف وليم أندراؤس ، السياسات المالية وأسوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ذكره ، ص 85 .

^٢ عاطف وليم أندراؤس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، ص 195.

^٣ عاطف وليم أندراؤس ، السياسات المالية وأسوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ذكره ، ص 87.

عنوان المقالة: شباب البنا وآفاقه، المجلد الثاني، العدد الثاني، ٢٠١٧ - ٧٩ -

مواجهة تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي الذي نشأ نتيجة لتلاقي رغبات الطلب الخبط غير الملي على الأموال في السوق الرسمية، مع رغبات عارضي الأموال في عوائد حقيقة إيجابية أعلى من العوائد السلبية في السوق الرسمية بفعل التضخم.

4- إنفاق القطاع المالي إلى التنويع حيث تغير سيادة القطاع المصرفي و تراجع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية .

5- إنخفاض درجة العمق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ويعني ذلك إنخفاض الأرصدة القومية القابلة للإفراط ، ومنه ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تحويل الإستثمارات ، بينما في حالة الإرتفاع يبين أن ثمة تدفقات كبيرة في الأرصدة الوطنية القابلة للإفراط من أجل إستثمارات جديدة¹.

وقد أدى ضعف القطاع المالي إلى التحول المتقدم إلى سوء تخصيص في الموارد المالية ، وضعف القدرة على حشد الموارد اللازمة لتمويل الإستثمارات في الدول النامية ، الأمر الذي دفعها إلى اللجوء إلى القروض الخارجية أو تمويل خارجية، وذلك خلال عقداً من القرن الماضي ، في حين يتسم سيرولة مالية مفرطة و رخيصة، غير أن سوء استخدام تلك القروض مع ارتفاع أسعار الفائدة العالمية و إنخفاض الموارد الذاتية للصرف الأجنبي في الدول النامية ، ساهم في عدم قدرة تلك الدول على الوفاء بالتزاماتها إتجاه الأطراف الدائنة ، الأمر الذي دفع البزرك العالمية إلى ترشيد الإفراط لها ، وتبعد بذلك ترتفع أهم مصادر لتمويل التنمية في تلك الدول².

ونتيجة لما تقدم صارت هناك ضرورة لاستراتيجية بديلة تهدف إلى تعبئة المدخرات المحلية و تشجيع الإستثمارات الأجنبية المباشرة و غير المباشرة ، وعماد تلك الإستراتيجية وهو التحرير المالي ، بشكل يضمن تحقيق الكفاءة في حشد الموارد و تخصيصها نحو الإستثمارات المهمة ، مع ضرورة تدفق رأس المال الأجنبي في شكل إستثمارات مباشرة و إستثمارات غير مباشرة .

¹ عاطف وليم أندراؤس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات العول الصناعي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، مرجع سبق ذكره ، ص 197.

² عاطف وليم أندراؤس ، السياسات المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

المطلب الثاني : أهداف التحرير المالي و إجراءاته.

يهدف التحرير المالي كغيره من الظواهر الاقتصادية ، إلى تحقيق مجموعة من النقاط المهمة وذلك بالرغم من اختلافات البنية الاقتصادية لكل دولة ، ولكن هناك أهداف واضحة تسعى لتحقيقها معظم الدول من خلال تطبيقها سياسة التحرير المالي ، ولتحقيق ذلك يجب إتباع بعض الإجراءات .

الفرع الأول: أهداف التحرير المالي .

هناك عدة أهداف تستهدفها سياسة التحرير المالي من أبرزها¹ :

- أولاً: تحقيق فعالية أعلى و كفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية ، بهدف تعبيء المدخرات المحلية و الأجنبية و الإستفادة منها في تمويل إقتصادياها وزيادة معدلات الاستثمار فيها ، وكذا سهولة دخول الشركات و المستثمرين الأجانب في الأسواق المالية المحلية.

- ثانياً: تزامن سياسة التحرير المالي مع الترعة الشديدة نحو تحرير التجارة الدولية ، وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات التجارية ولاسيما بعد إدخال بحارة الخدمات عامة ، وبحارة الخدمات المصرفية خاصة ، ضمن المفاوضات التجارية متعددة الأطراف (خلال جولة الأرغواني).

- ثالثاً: تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية، للحصول على أكبر عائد ممكن من رؤوس الأموال الدولية، إذ دفعت كثرة التغييرات التي إجتاحت الاقتصاديات الرأسمالية ، والتي من أبرزها تغيرات أسعار صرف العملات الدولية وفي مقدمتها الدولار ، وتغيرات أسعار القائمة الدولية ، التي عملت على تغيير النظام النقدي والمالي الدولي ، دفعت العديد من الاقتصاديات إلى إعطاء حرية أكثر للتحويلات الخارجية مع تحرير تحويل العملات ، وهذه التغيرات أضعفت من فاعلية سيطرة الدولة على حركة رؤوس الأموال .

بناءً على ذلك يمكن القول أن سياسة التحرير المالي، تهدف إلى جعل الأسواق المالية تعمل بكفاءة أعلى و فعالية أكبر ، إذ تكون لديها القدرة على المنافسة مع بقية الأسواق المالية الدولية لتوفير فرص الاستثمار ومصادر الإقراض المختلفة .

¹ مصدر نعمة بخت ، نصر حمود مزيان ، سياسات التحرير المالي في البلدان العربية ، عن الموقع www.obv.gov.viw/pdf/book6ab/07av.pdf jhvdo تاريخ الاطلاع : 2012/03/10.

الفرع الثاني : إجراءات التحرير المالي .

بعد التعرف على التحرير المالي والذي يعد مجموعة الاجراءات التي تهدف إلى جعل النظام المالي أكثر إستجابة لتغيرات قوى السوق ، وجعله أكثر تنافسية ستعرض للإجراءات التي يتضمنها التحرير المالي فيما يلي¹:

أولاً: تحرير أسعار القائدة من القيود المفروضة عليها .

ثانياً: تخفيف القيود على تعامل البنك التحويلي بالأوراق المالية.

ثالثاً: تقليل إستخدام أدوات التدخل المباشر، و زيادة إستخدام أدوات التدخل غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية.

رابعاً: رفع أو تقليل الحواجز على المشاركة الأجنبية في الأسواق المالية الوطنية .

خامساً: السماح بإستخدام أدوات مالية جديدة كالسندات الصفرية أو السندات الصادرة بعملات أجنبية أو أية أدلة مستحدثة أخرى .

سادساً: رفع العيوب على سوق الصرف الأجنبي و بالتحديد على حركة رأس المال، من وإلى البلد سواء بالنسبة لحركة رأس المال الناتجة عن التجارة الدولية أو حركة الناتجة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

¹ نزار العسلي ، مرجع سابق ذكره ، ص 109.

المطلب الثالث: إستراتيجيات التحرير المالي وعناصره.

إن عملية التحرير المالي شملت عدة مجالات ، فمنها حركة رؤوس الأموال بالإضافة إلى العمليات البنكية ، و عمليات الاستثمار ، وستعرض هذا كما يلى .

الفرع الأول: إستراتيجيات التحرير المالي .

تأخذ إستراتيجيات التحرير المالي مستويين من الإصلاحات وخصوصا في الدول التي لم تتحقق بالفعلة المالية
أولاً: سياسة التحرير المالي المحلي .

وتحضمن جملة من الإجراءات التي تتعلق بإعادة تأهيل ممؤسسات النظام المالي المحلي و هي :

١- تأهيل النظام المالي : و يتضمن ذلك ما يلى^١ :

- إجراء مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمولة بها، بهدف تعديلها و تطويرها لتنماشى مع التوجهات الحديثة للعمل المصرفي (الابتعاد عن التخصص ، والإنتقال إلى أعمال المصرف الشامل ، ترك الرسوم و العمولات للخدمة المصرفية تحدى على أساس تنافسي ، حتى تحسن جودة الخدمة المصرفية) .

- الإبتعاد عن الإثتمان الموجه و إزالة الأسس و المعايير، التي تحد هيكل أصول المصادر مثل : نسبة القروض إلى الودائع و كذلك متطلبات الحصوص ، على تفويض سبق لخاصية الإتسان ، و الشراء الإلزامي لأدوات ، الدين ، علاوة على تكوين رأس المال المصرفي .

- إزالة كافة الضوابط الإدارية على سعر الفائدة و تحريره تدريجيا و إيقاف العمل بسياسات الكبح المالي .

- إنشاء نظام واحد و مبسط للتأمين على الودائع ، إذ أن ذلك يساعد على التقليل من إمكانية فشل البنك ، و تجنب مشاكل الخطير المعنوي الذي ينشأ عن وجود إستعداد لتغطية غير محدودة بالنسبة للمودعين .

- السماح للمصارف الأجنبية بالتوارد على المساحة المحلية من خلال الترخيص لها ، فوجودها ، يجعل البنوك المحلية تستورد أفضل الممارسات لغرض تحقيق قدر أكبر من المنافسة في القطاع المالي .

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 55، 56.

- التحديث التقني، فيما يخص تطوير كفاءة الجهاز الإداري ، وآلية العمل المصري في مجال نظام المنقولات و التسوية والإيداع، وإستخدام أحدث التقنيات الحديثة .

- تطوير إدارة السياسة النقدية ، من خلال إعتماد السلطة النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية لجعل أسلوب التدخل المباشر ، مثل تطوير عمليات السوق المفتوحة ، التي تشكل أدوات الدين الحكومي (أذونات أو سندات الخزانة) الأدوات الأساسية لتنفيذها ، وكذلك إصدار شهادات الإيداع بالعمولات المحلية للبيع في السوق النقدي و كذا إتفاقيات الشراء و إعادة الشراء

2-تنمية و تعميق السوق المالية : وذلك عن طريق¹ :

- زيادة عدد الشركات العامة داخل السوق المالي؛ من خلال توفير الظروف و المستلزمات و التشريعات التي من شأنها أن تمنح لها الحرية في الدخول و الخروج من السوق .
- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المتعددة ، و التي تفسن للسوق المالي توسعًا فعالية، و تشجيع الفرص و تقليل المخاطر أمام كافة المعاملين .
- تفعيل العمل بأسواة، السندات، إلى جانب، أسواة، الأسهم و اعتبارها قناة أساسية للإدخار و الاستثمار .
- تحديث أنظمة العمل و التداول في السوق المالية لتنطليات كفاءة وسرعة إنخراز الصفقات المالية و تبسيط إجراءاتها .
- العمل وفق المعايير الدولية في مجال المحاسبة و الإفصاح المالي و شفافية مطلقة في المعلومات .
- دعم عملية الإشراف و التنظيم المالي و فصل الدور الرقابي عن التنفيذ في السوق المالي ، من خلال تشكيل هيئة مستقلة في هذا السوق .

ثانياً: سياسة التحرير المالي الدولي .

تتضمن سياسة التحرير المالي على المستوى الدولي مجموعة من الإجراءات يمكن عرضها كالتالي²:

- 1-إلغاء ضوابط الصرف ، وذلك بإعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق ، إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية .

¹ حسن كرم حمزة ، مرجع سابق ذكره، ص 57.

² نفس المرجع ، ص 58.

2- تحرير معاملات حساب رأس المال، كما تم التطرق إليه سابقاً، حيث يسمح للمقيمين و لغير المقيمين بالإفراض من السوق الدولية؛ والإستثمار بحرية في هذه السوق وذلك في إطار المعاملات الداخلية.

3- الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي، على النظام المالي العالمي وعلى أساس غير تميزي.

4- العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية.

الفرع الثاني : عناصر التحرير المالي .

من خلال إستراتيجيات التحرير المالي يمكننا استخلاص العناصر التي شملتها ، و التي تعد بمثابة عناصر للتحرير المالي وهي .

أولاً: التحرير المصرفى.

يندرج التحرير المصري ضمن سياق التحرير المالي ، ويعد أحد عناصره الرئيسية و يعرف كما يلي¹ :

بالمعني الضيق على أنه « مجموعة الإجراءات التي تسعى إلى درجة القيود المفروضة على القطاع المصرفي ».

أما بالمعنى الواسع فيشتمل : « مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية و تطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية ، وإنشاء نظام إشرافي قوي ».

وتقوم عملية التحرير المصري على مبدأين² :

- تمويل المشاريع بإستعمال القروض المصرفية ، بالتوافق بين الإدخار والإستثمار عن طريق معدلات الفائدة، برفعها للإدخار و خفضها للإستثمار..

- تحديد سعر الفائدة بالانقاء بين عرض الأموال و الطلب عليها للإستثمار عن طريق الملازمة بين الاستهلاك والإنفاق الإستثماري ، و عنده فرباده الأموال الموجهة للقروض يؤدي إلى زيادة الإستثمار ، وبالتالي زيادة النس الاقصادي .

¹ صليحة بن طلحة ، بعلام معوشي ، دور التحرير المصرفى فى إصلاح المطومة المصرفية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطنى الأول حول المطومة

المصرفية - واقع و تحديات - ، يومي 14،15 ديسمبر 2004، جامعة الشلف ، الجزائر ، ص 477

² نفس المرجع ، ص 477

١- شروط التحرير المصري وأهدافه.

يتطلب التحرير المصري مجموعة من الشروط أهمها^١:

- ضمان المنافسة : إن التحرير المصري يتطلب إلغاء كافة المعوقات أمام حرية المنافسة ، وذلك لتجنب الوقوع في فروق واسعة بين سعر الفائدة على الودائع و سعر الفائدة على القروض ، و منع التوسيع المفرط و التمييز في عملية منح الإئتمان، وكذلك لضمان استجابة الجهاز المالي لتوجهات السلطات النقدية و المالية .
- ضمان عدم تحيز السوق : إن إتجاه المشروعات إلى بعض المؤسسات المالية و المصرفية دون الأخرى نتيجة لامتلاك هذه المشروعات للمصارف ، قد يؤدي إلى إكمال السوق ، وكذا يجب إعطاء تسهيلات لفتح التراخيص و تسهيل عمليات الاندماج و فتح فروع مصرية جديدة .

أما أهداف التحرير المالي فيهدف إلى خلق شروط المنافسة في السوق المصري و الحد من الاحتكارات ، و التقليل من الحواجز و العراقيل التي تحول دون التوسيع في أنشطة البنوك و توفير بيئة مصرية تنافسية لزيادة جلب الإدخار و الاستثمار ،

ويمكن توضيح هذه الأهداف في النقاط التالية^٢:

- تعبيء الإدخار المحلي و الأجنبي لتمويل الاقتصاد و زيادة معدلات الاستثمار .
- رفع فعالية الأسواق المالية المحلية و تأمين البنوك الوطنية من تطوير خدماتها ، و زيادة قدراتها التنافسية في الداخل و الخارج .
- جعل النظام المالي أكثر قوة لمواجهة تحديات التطورات الاقتصادية العالمية .
- تأمين البنوك و المؤسسات المالية المحلية من الاندماج في الأسواق العالمية .

¹ عبد القادر بريش ، مرجع سابق ذكره ، ص 37.

² فاطمة بوسالم ، أثر التحرير التجارى الدولى فى الخدمات على كفاءة الشاطئ المصرى فى الدول النامية ، مذكرة ماجستير فى العلوم الاقتصادية ، فرع إدارة مالية ، جامعة قسطنطينة ، 2010-2011 ، ص 184، 183.

ثانياً : تحرير الأسواق المالية .

ويعرف تحرير الأسواق المالية على أنه : «إزالة و إلغاء كافة القيود و العرائق المفروضة ضد حيازة و إمتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت و المؤسسات المحلية في بورصة القيم المنقولة ، و الحد من إجبارية توظيف رأس المال و أقساط الاحتياطات و الفوائد¹».

و قد شهدت الأسواق المالية والبنية التحتية إيجاداً متزايداً نحو التحرر من القيود بما فيها التشريعات و اللوائح و التشكيلات و المعوقات التي تحد من حريتها و حرکتها ، وقدف هذه العملية إلى إهانة التدخل الحكومي لحماية الموارد المالية للأفراد ، على أساس أن تركها دون تدخل قد يؤدي إلى العديد من المخاطر ، الأمر الذي يترتب عليه في النهاية خسائر و فقدان الثقة ، ويؤثر على السلامة المالية.

وقد تفاوت الإتجاه نحو إزالة القيود من دولة إلى أخرى وإنما ذلك عدة أشكال منها² :

١- تخفيف القيود والإجراءات المعاقة لحركة تدفق رؤوس الأموال و استثماراته .

٢- إلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي .

٣- إزالة الحواجز الجغرافية أمام نشاط المؤسسات المالية .

٤- إلغاء القيود على أسعار الورقة المالية و الائتمان .

٥- توسيع نطاق الاستثمار المتاح بين الأفراد .

و قد ترتب على هذه العملية الخاصة بإزالة القيود و الحواجز و تحرير الأسواق المالية زيادة حدة المنافسة في القطاع المالي ، بالإضافة إلى ظهور منتجات و أساليب مالية جديدة .

ثالثاً : تحرير حساب رأس مال .

يعتبر تحرير حساب رأس المال أحد أهم جوانب التحرير المالي ، والذي، تمثل في، إلغاء الحواجز والعقبات و العرائق التي تمنع البنوك و المشآت المالية الأخرى من الإقراض من الخارج، و العمل على الرقابة المفروضة على سعر

¹ محمد البفي ، دور نظام حبابة الودائع الإسلامية واستقرار النظام المصري ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية : تخصص نقود ومالية ، جامعة الشلف ص 7.

² عبد القادر بريش ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 30,29 .

الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري و حساب رأس المال و تقلص الفجوة بين سعر الصرف الإسمي و الحقيقى و تحرير تدفقات رؤوس الأموال¹.

كما يعرف تحرير حساب رأس المال على أنه: « حرية تحويل التدفقات النقدية و المالية العابرة خارج الدولة و الخارج منها في إطار التكامل المالي و الاقتصادي العالمي ، وعادة ما تكون هذه التدفقات طويلة الأجل (وهي التزيد في فتراتها عن العام) مثل الاستثمار الأجنبي المباشر و القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل و أقساط سدادها²».

و قبل القيام بعمليات تحرير حساب رأس المال لابد من وجود و توفر بعض الشروط³:

1-إنشاء و تعميق الأسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية المحلية ، وذلك حتى تضمن تدفق رأس المال لداخل.

2-تطوير النظام المصرفي المحلي ، لضمان أن الإنفتاح المالي يقود إلى أسعار فائدة محلية مرتفعة ، ووساطة مالية منفرطة (وهي أسلحة التي يستعمل فيها المدعرون عوائد مرتفعة جداً على ملايين في القطاع المالي المحلي ، أثناء تحرير النظام المالي) .

3-تعزيز المنافسة لتسريع التخصيص الكفوء في القطاع المالي .

4-تقوية الإجراءات الرقابية التحذيرية ، وإنشاء أنظمة إخاضية القانونية للتحاشي مع المخاطر .

5-التخلص من الديون المعدومة لتعزيز السمعة التجارية لمنتجات البنك .

¹ محمد اليامي ، مرجع سابق ذكره ، ص 7 .

² يوسف عثمان إدريس ، تحرير حساب رأس المال المزدوج و المخاطر تحويلية الدول النامية ، مجلة المصري ، العدد الخامس والثلاثين ، مارس 2005: ص 1.

³ أحمد الكزان ، أهم مقومات إستراتيجية التنمية للقرن الحادي والعشرين ، ناشره ، العربي للخطباء ، الكويت ، عن

موقع: www.arab.api.org/couvse23/c23 first.htm . تاريخ الاطلاع 14/03/2012.

المبحث الثالث: آثار التحرير المالي على الكفاءة المصرفية .

أثرت سياسة التحرير المالي و بشكل واضح على الكفاءة المصرفية بالإيجاب و السلب ، و سعت البنوك في ظل ذلك إلى إتباع العديد من الإجراءات و السبل وذلك محاولة منها للتكيف مع آثار هذه السياسة ، و سنحاول في هذا المبحث التعرض إلى أهم الآثار و إجراءات لرفع من الكفاءة المصرفية في ظل التحرير المالي .

المطلب الأول: التحرير المالي كوسيلة لتحقيق الكفاءة المصرفية.

تعددت الآثار المتربطة عن عملية التحرير المالي على القطاع المصرفي ، و سنحاول في هذا المطلب التعرض للآثار الإيجابية التي يمكن للمصرف الإستفادة منها لتحقيق الكفاءة المصرفية .

الفرع الأول: ماهية الكفاءة المصرفية.

تعد الكفاءة المصرفية أهداف الذي يسعى كل بنك لتحقيقه ، و ستعرض ماهيتها فيما يلي :

أولاً : مفهوم الكفاءة المصرفية .

إن بعض البنوك أفضل من غيرها ويرجع ذلك في الأساس إلى نوعية تنظيمها، مما يمكنها من تحسين إدارة التدفقات و المعاملات المالية هذه البنك كفؤة تقنيا ، لسيطرتها على الجوانب التقنية للوساطة المالية، فالكفاءة التقنية متمثلة في الكيفية المثلثي في الربط بين الموارد و المخرجات من الخدمات المالية ، إضافة إلى ذلك فإنه يمكن اعتبار جانب إضافي يشير إلى معرفة أسعار الموارد ، فالكفاءة هنا تمثل في اختيار تركيبة الموارد الأقل تكلفة أي إنتاج الأقصى من الخدمات المالية و عليه فإن مثل هذه البنك ذات الكفاءة تخصيصية (اقتصادية) ، تتمكن من مجاهدة القيد و المتغيرات المرافقة لتغير الأسعار و إشتداد المنافسة .

من هنا يمكن تعريف الكفاءة في البنك على أنها: « تمازج للكفاءة التقنية و الكفاءة الاقتصادية ، ويمكن لبنك معين أن يتحلى بالكفاءة التقنية، في حين أنه يشكو من سوء كفائهته إقتصاديا في ظل عدم الإلام بالسوق ، وسوء فهم المحاضر أو عدم إعتماد تسعيرة مناسبة و في المقابل يمكن لبنك كفؤ إقتصاديا أن يتعذر تقنيا لإعتماده على تقنية قديمة ، مما قد يشكل هدرا لجزء من موارده ¹ ». كما تغير الكفاءة المصرفية عن الإستخدام العقلاي و الرشيد في المفاضلة بين البالائل و إختيار أفضلاها ، أي الذي يقلل التكاليف و يعظم العائد إلى أقصى درجة ممكنة ، ويكون ذلك عند إختيار أسلوب

¹ ولد عبد مولا ، كفاءة البنك العربية ، المعهد العربي للنحوبيط ، سلسلة دورية بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد معا و أربعة ، الكويت ، 2011 ، ص 04.

عملية معين للوصول إلى هدف معين ، فالكفاءة بهذا المفهوم إذن تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية .

إن كفاءة المصارف ، تعبير عن إمكانية هذه الأخيرة في حسن استغلال الموارد المتاحة من مان و خدمات و قوى بشرية ، و تهدف إلى رفع إنتاجية الموارد المتاحة من حيث المردود الكمي و النوعي و اختصار الوقت و التكلفة ، و الجهد عبر استخدام الأساليب العلمية الحديثة و الوسائل التي توفرها العلوم و التكنولوجيا من أجل رفع مستوى الأداء و تمكين المصرف من الوصول للأهداف المحددة بأسلوب واعي¹ .

ضمن هذا السياق يمكننا الإشارة إلى الاختلاف بين الأداء و الفعالية و الكفاءة في المصارف وذلك بغرض توضيح الكفاءة المصرفية (موضوعنا) بدقة كما يلي² :

1-إذا نظرنا من زاوية إنجاز العمل و تأديته على الوجه المطلوب فإن ذلك يشير إلى الأداء .

2-إذا نظرنا من زاوية مدى تحقيق الأهداف المحددة فإن ذلك يعني بالفعالية .

في إذا كان المنظور يتعلق بالحقيقه التي يتم فيها تحقيق هذه الأهداف فإن الأمر في هذه الحالة يتعلق بالكفاءة .

ثانياً:أساليب قياس، الكفاءة المصرفية. لنلخصها في :

1-الأساليب العشوائية (التقلدية) : تبحث في رسم حدود الكفاءة عن طريق تحديد دائرة للتكليف والأرباح³ ، ومن عيوبها عدم قدرتها على تحديد مصادر نقص الكفاءة و كذلك تقل قدرتها على المساعدة في تحديد المستهدفات لرفع مستويات الكفاءة⁴ .

2-أساليب لامعلمية : قائمة على أسلوب البرمجة الخطية ، الذي يعد أدلة مفيدة لقياس كفاءة الوحدات المقدمة للخدمات ومنها البنوك وذلك ل :

¹ صالح خالص : تقييم كفاءة الأداء في القطاع المصرفي ، عن موقع 1270.org ، ص 387، 388 تاريخ الإطلاع : 2012/04/02.

² نفس المرجع ، ص 389.

³ وليد عبد مولا ، مرجع سبق ذكره ، ص 06.

⁴ محمد إبراهيم السنقا ، تحليل الكفاءة الفنية و كفاءة الربحية للبنك التجاري بدولة الكويت ، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر إيجادات إدارة التنمية و التنافسية ، كلية العلوم الإدارية ، جامعة الكويت ، 2010 ، ص 06.

- أ- تحديد أفضل أداء من بين الوحدات المختلفة .
- ب- المساعدة على تحديد المستهدفات للرفع من مستويات الكفاءة .
- ج- مراقبة تغير الكفاءة عبر الزمن ، و المساعدة على عملية إعادة توزيع الموارد الازمة لرفع مستويات الكفاءة¹ .

ثالثا : تقييم الكفاءة المصرفية .

ونقصد بها من يمكنا الحكم على المصرف أنه كفاء ، و عموما تقيم كفاءة المصرف إستنادا إلى مجموعتين هما²:

1- المجموعة الأولى : وتشمل على المعايير والمؤشرات التي تستند على كيفية الإنجاز و الطريقة المتبعة في تنفيذ توصيات الإدارة و التي تربو للوصول إلى تقديم أفضل الخدمات المصرفية والتي من ورائها يتحقق الأهداف المسطرة ؛ أي أن هذه المعايير تتعلق بسلوك العاملين و أسلوب التعامل مع الزبائن و محاولة إرضائهم و ذكر منها ما يلي :

أ- حسن الاستقبال و أسلوب التعامل مع الزبائن .

ب- سرعة الخدمة المقدمة إلى الزبائن.

ج- مدى وفاء الزبائن إلى المصرف الذي يتعاملون معه.

إن مؤشرات المجموعة الأولى هذه لها دور و أثر مباشر على معايير المجموعة الثانية التي يعبر عن المعايير الرقمية للنتائج المتحققة من ممارسة الوظائف المصرفية و التي تسعى إلى تحقيق أهداف المصرف .

2- المجموعة الثانية : وتشمل المعايير الرقمية لنتائج ممارسة الوظائف المصرفية ، هذه المعايير و المؤشرات توضح لنا رقما ما تم تحقيقه لممارسة العاملين لوظائفهم ، في إطار تحقيق الأهداف وهي تشمل على ما يلي :

أ- مؤشرات تحقيق الأرباح وربحية هو ذلك على اعتبار أن الربحية هي الغاية التي يسعى المصرف إلى تحقيقها

¹ محمد إبراهيم السنقا ، مرجع سابق ذكره ، ص 07.

² صالح خالص ، www.scribd.com/bedr-eu34.bdr.org/1270 ، مرجع سابق ذكره ، ص 389-395

بـ-مؤشرات تحقق النمو، هذه المجموعة من المؤشرات تهدف إلى قياس مقدار النمو الخاصل في الأصول التي يمتلكها المصرف و حقوق الملكية خلال فترة زمنية معينة .

جـ-مؤشرات قياس الأمان ، هناك جملة من المقاييس و المؤشرات التي يستعملها المصرف لغرض قياس الأمان ، و إمكاناته على مواجهة الإلتزامات .

دـ-مؤشرات قياس السيولة ، هذه المؤشرات تهدف إلى قياس مقدار توفر السيولة اللازمة في المصرف التي تضمن مواجهة الإلتزامات التي يمكن أن تستحق خلال فترة زمنية معينة .
و لإعطاء صورة عامة عن هذه المؤشرات نلخصها في هذا المخطط كما يلي :

الفرع الثاني : الآثار الإيجابية للتحرير المالي على الكفاءة المصرفية .

ظهرت آثار التحرير المالي بصورة واضحة على البنك، و ستعرض إلى أهم الآثار الإيجابية للتحرير المالي على الكفاءة المصرفية فيما يلي :

أولاً : توسيع دائرة أعمال المصارف محلياً و دولياً، و خاصة بعد تخفيف أو إلغاء الكثير من القيود التي كانت تحد من نشاطها ضمن إطار متطلبات التحرير المالي ، مما نجم عنه تنوع في مصادر أموال المصرف وتنوع طرق استخدامها و قد يتجلى ذلك في :

١ـ-عدم إقتصر أرباح المصارف على أرباح عمليات الإقراض للمشاريع المتوسطة و القروض الاستهلاكية بل شملت الأصول الأخرى المدرة للدخل مثل : السندات و عمليات إدارة الأصول .

٢ـ-انخفاض الودائع من إهمالي المنصوص في ميزانيات المصارف .

٣ـ-انخفاض نسبة القروض من إجمالي أصول المصارف بسبب التزايد النسبي للأصول الأخرى منها السندات.^١

ثانياً: إنتشار عمليات الشراء و الإنعاماج بين المؤسسات المالية ، وذلك على ضوء المنافسة الحادة التي نشأت بدخول مؤسسات مصرفية في مجال الخدمات المالية.^٢

¹ أحد مني التجار ، www.philadelphie.edu.jo ، مرجع سبق ذكره ، ص 12.

² نفس المرجع ، ص 15.

ثالثاً : الهاشم بين معدلات الفائدة على القروض و معدلات الفائدة على الودائع ، حيث يؤدي التحرير المالي إلى تزايد الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة (عمليات السوق المفتوحة) في إدارة السيولة ، ومن المفترض أن يؤدي تلك الخطوة إلى تخفيض الهاشم بين سعر الفائدة على القروض و سعر الفائدة على الودائع ، وبعكس تقلص ذلك الهاشم حسن تدفق المعلومات وإنخفاض تكلفة الوساطة ، فكلما تحسنت الكفاءة وزادت المنافسة داخل القطاع المالي من المتوقع أن يتقلص ذلك الهاشم¹.

رابعاً : يعتبر التحرير المالي أفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي في الدول النامية ، و التخلص عن سياسة توجيه الإئتمان و فتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص المحلي و الأجنبي ، و هذا من شأنه أن يؤدي إلى العمق المالي الذي يساعد على نقل القرار النقدي من منبعه الأساسي، إلى مختلف القطاعات الاقتصادية ، و ينتشر واسع و يتحقق هذا الإنتشار عن طريق التأثير على إحتياجات البنك، ومن المفترض أن ترتفع نسبة العمق المالي مع تنمية القطاع المالي، فترتفع كفاءة النظام المالي في جمع الإدخار المحلي ، و توجيهه نحو المشاريع الجديدة مما يحقق لل الاقتصاد نمواً كبيراً².

خامساً : أدى تطور التحرير المالي على المستوى الدولي، إلى الانتقال من مالية وطنية إلى مالية ذات بعد دولي ، وهو ما يعرف بالمالية الدولية حيث أن تطور هذه الأخيرة العديد من الإيجابيات ، وخاصة على النمو ومن المظاهر الإيجابية نذكر ، تشجيع الاستثمار ، تحقيق توزيع أفضل لرأس المال ، تشجيع الأنظمة البنكية الفعالة على النمو³.

سادساً : نقل التكنولوجيا المتعددة ، حيث يسمح صندوق النقد الدولي بإعتباره إحدى مجالات التحرير المالي على نقل التكنولوجيا و بأساليب مختلفة ، و إكساب الأيدي العاملة المهارات و الخبرات و الفنون الإدارية و خصوصاً في مجال إستخدام الخدمات المالية و المصرفية ، بإستخدام النقود و البنك الإلكترونية التي تساهم جميعها في عمليات التمويل و تسوية المدفوعات⁴.

سابعاً : خفض أسعار الفائدة محلياً ، حيث يسمح التحرير المالي من زيادة تدفق رؤوس الأموال ، وهذا يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة محلياً، مما يشجع المستثمرين على الإقراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع

¹ أعيانة بروادي : عبد القادر بلعربي ، مرجع سبق ذكره.

² حمزة عدنان العسل ، آثر التحرير المالي على عوائد الأسهم و حجم تداول أسهم قطاع البنك في الأردن ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، شخص مالية ، الأردن ، 2006 ، ص 216.

³ محمد الأمين وليد طالب ، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على سياسات صندوق النقد الدولي ، مجلة الاقتصاد و المجتمع ، العدد السادس ، جامعة أم البارقي ، ص 213.

⁴ حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 64.

جيدة ، و ينعكس كل ذلك على زيادة معدل النمو الاقتصادي ، إضافة إلى ذلك يسمح التحرير المالي ، بتوزيع الأصول الدولية و تقليل المخاطر ، و حسب نظرية تسيير حواضن البنوك و تنوع مواردها، و التي توضح أن الحصول على حافظة متنوعة من السندات ، تعد أفضل إستراتيجية للحصول على مردود أعلى مع أقل خاطر محتملة ، و بالتالي فإن تنوع الأصول و اختلاف الموارد المالية العالمية تشكل قفزة نوعية في مجال العمل المصرفي العالمي ، و المتمثلة في تشجيع تطوير النظام المصرفي و توسيع الشبكة المصرفية العالمية و سرعة المبادرات المالية و التجارية¹ .

من خلال ما سبق يمكن القول أنه و في ظل تحرير النظام المالي ، و العولمة الهادافان إلى رفع القيود على النظام المصرفي و تشجيع الممارسات التنافسية ، تتجه البنوك لتحديث عملها بما يتماشى مع متغيرات و متطلبات إرساء نظام مصرفي ، يتمتع بكفاءة أعلى من حيث التخصيص الأمثل للموارد و إنخفاض الأسعار و المهنية المالية على قدر واسع من الأهمية ، للمستثمر و المستهلك على حد سواء.

المطلب الثاني : الكفاءة المصرفية في ظل الآثار السلبية للتحرير المالي .

بالرغم مما سبق ذكره حول الإيجابيات التي أسفرت عنها عملية التحرير المالي ، إلا أن الآثار السلبية لهذه الظاهرة ساهمت في تنازع هشاشة الأنظمة المالية .

الفرع الأول : الآثار السلبية للتحرير المالي على ، الكفاءة المصرفية .

تحملت البنوك أحظار كبيرة من وراء التحرير المالي ، و بالخصوص الدول النامية التي دفعت تكلفة باهضة نتيجة لاتباعها سياسة التحرير المالي ، و هو ما يمكن أن نصفه بتكلفة التعلم أو إكتساب الخبرة ، حيث لم تكن إقتصادياها محضرة كما ينبغي لاتباع هذا النهج ومن الآثار السلبية للتحرير المالي على البنوك ومن ثم على الكفاءة بما نذكر :

أولاً : مخاطر هروب الأموال الوطنية .

ويعني ذلك استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها و بأشكال إستثمارية مختلفة (الاستثمار في العقارات ، الإيداعات في البنك الخاجية) ، و على الرغم من أن هذه الظاهرة ليست بالحديثة إلا أنها تم ايداع في ظل التحرير المالي² .

¹ حسن كريم حربة ، مرجع سبق ذكره ، ص 66.

² محمد الأمين وليد طالب ، مرجع سبق ذكره ، ص 221.

ثانياً : تشوء في تحصيص الموارد .

يمكن للإصلاحات المالية التي تشمل إجراءات التحرير المالي ، من تحرير الأسعار الحية و أسعار التجارة الدولية أن يحدث تشوهات في تحصيص الموارد و إنعدام التوازن في سعر الصرف الحقيقي ; و هو ما يؤثر على السوق^١ .

ثالثاً: تخفيض معدلات الاستثمار .

البنوك التجارية ، و هي المؤسسات المالية المهيمنة في الدول النامية تعمل في أسواق بيع إحتكارية ، و بالتالي فإن أسعار الفائدة الحرة من شأنها فقط تقوية سيطرتها على الأسواق و بالتالي ، قد لا تؤدي إلى زيادة الاستثمار و نوعيته^٢ .

رابعاً : مخاطر غسيل الأموال .

إن التحرير المالي و تنويع الأدوات المالية و شبكة الصراف الآلي ، ياعيدها من تنبيات الدوافع ، بعد وكذلك استخدام النقود و البنوك الإلكترونية ، كل هذا لا يسمح بعقب مصادر الأموال هذا ما شجع على توسيع أنشطة إقتصادية غير مشروعة ، و التي تمارس تحت إسم ظاهرة غسيل الأموال^٣ ، و التي تؤدي إلى إنتشار الفساد الإداري في النظام المصري ، و إنتشار و توسيع الجريمة بكافة أشكالها^٤ .

إضافة إلى الآثار السابقة تؤدي سياسات التحرير المالي إلى تدويل و إنقال أزمات البنك و لعل ذلك من أهم التحديات و الآثار السلبية للتحرير المالي .

الفرع الثاني : العلاقة بين التحرير المالي و الأزمات المصرفية .

إثر ظهور موجة التحرير المالي و المصري ، في العالم وخاصة في بداية سנות التسعينيات تصاعدت بشدة الأزمات المصرفية ، ومن أهم العوامل التي ساهمت في حدوث هذه الأزمات هي المنافسة الشديدة بين البنك و المؤسسات المالية الأخرى ، بعد مباشرة سياسة التحرير المالي الأمر الذي أدى إلى تقلص و انخفاض مردودية العمليات المصرفية التقليدية ، و إتجاه البنك إلى المضاربة في الأسواق المالية و التوسع في العمليات خارج الميزانية ، مما يؤدي إلى

¹ على أحد البيل ، العطور و الهيكل المالي و التموي الإقتصادي ، أوراق صناعة النقد العربي ، العدد التاسع ، 2010، ص 13.

² نفس المرجع، ص 14.

³ حسن كريم حمزة ، مرجع سابق ذكره ، ص 65.

⁴ نعيمة بروdy ، عبد القادر بلعربي ، مرجع سابق ذكره.

تدفق كبير في رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، فيسفر عنه عدم استقرار الاقتصاد الكلي ، و بالتالي يجعله معرضاً أكثر للضدمة الخارجية ، حيث أن أية صدمة أو إشاعة يمكن أن تؤدي إلى هروب مفاجئ لرؤوس الأموال نحو الخارج وإهيار العملات المحلية ، و يتبع عنه أزمة حادة في السيولة و بالتالي ينتشر الذعر المتصري لدى المودعين و هو ما يفسر الأزمات المصرفية¹.

إضافة إلى ذلك فإنه نظراً لأن التحرير المالي، يعني إلغاء القيود أدى بالبنوك إلى التوسيع في نشاطها الإقراضي دون الاحتياط لذلك ، و في ظل سياسة الإشراف و الرقابة غير الحازمة يؤدي ذلك بدخول البنوك في متاهة التغير المتصري^{*} ، إضافة إلى أن طريقة تطبيق إجراءات التحرير المالي من الأسباب الرئيسية في حدوث الأزمات ، حيث يوجد منهجان للتحرير المالي ، أحدهما مباشر و فيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي و الخارجي في آن واحد ، و تتم كافة إجراءات التحرير المالي في وقت واحد و الآخر تدريجي و هو التحرير الذي يتم في شكل متسلسل و متأن في إجراءاته و تطبيقه بحذر ، حيث يؤدي التطبيق الآني لكافة خطوات التحرير المالي مع تجاهل اعتبارات التسلسل و التدرج إلى حدوث مشاكل مالية ، و إقتصادية في الدول التي سلكت ذلك النهج² .

من خلال ما سبق لنا ذكره يمكن القول، أن قدرة القطاع المتصري على أداء دوره مرتبطة إلى حد بعيد بمدى مسابرته للتحولات و التطورات الاقتصادية و المالية العالمية ، في محض تسارع وتيرة العولمة و أبعادها المختلفة .

* التغير المتصري تسهيلات بكلفة أنواعها تحصل عليها العميل من البنك ، و لم يقم بسدادها في مواعيد استحقاقها ولذا يتحول الدين من تسهيلات إنسانية جارية إلى أرصدة مدورة راكدة و يخرب الوقت تصبح ديناً منتعلاً.

¹ سالم ولد أبي محمد : الإنداجم المتصري كواقع ينكي في ظل العولمة المالية : رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، خصص بنك و تمويل ، جامعة عين شمس 2009-2010، ص 61، 62.

² عبد الغني حريمي ، دور التحرير المالي في الأزمات و التغير المتصري ، مرجع سابق ذكره، ص 176.

المطلب الثالث : إجراءات للرفع من الكفاءة المصرفية في ظل التحرير المالي .

من المناسب للدول و خاصة النامية منها في مجال تبني إجراءات التحرير المالي ، أن تتحدد جملة من الإجراءات و السياسات الإشرافية و الرقابية التي قد تحد من الآثار السلبية لهذه السياسة (سياسة التحرير المالي) ، وحتى يكتب للتحرير المالي النجاح فإن ذلك يتطلب خلق مناخ مناسب من تحقيق استقرار اقتصادي و التصدي للتضخم و خفض عجز الموازنة العامة للدولة ، و إصلاح سوق الصرف الأجنبي و تقوية الجهاز المصرفي و تكوين إحتياطيات دولية كافية^١ ، إضافة إلى هذا يمكن الاستفادة من سياسة التحرير المالي من أجل الرفع من الكفاءة المصرفية حيث يمكن إتخاذ الإجراءات التالية :

أولاً : وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق مثل : تعميق الوعي الإداري ، تحسين مناخ الاستثمار المحلي و العمل على دعم و جذب الاستثمارات الأجنبية ، و تطبيق أفضل أساليب الإدارة و الاستفادة من الخبرات ذات المستوى الفني و المهارة العالية^٢.

ثانياً : في ظل التحرير المالي، لا بد من الرقابة المالية قبل فتح حساب رأس المال لأنه بدون هذه الرقابة سيبتعد عن الكبح المالي تدفق رؤوس الأموال للخارج أو التضخم^٣.

ثالثاً: تعزيز المنافسة لتسريع التخصيص الكفاءة في القطاع المالي، و التخلص من الديون المعدومة لتعزيز الصعنة التجارية لمتجاهات البنك^٤.

رابعاً : الإتجاه نحو الإنداجم البنكي، كطريق أمثل لرفع مستوى الكفاءة^٥ ، حيث أن العولمة و تغيرها المحتففة أبرزت الحاجة الشديدة إلى وجود كيانات مصرفية عملاقة ، ومن ثم زاد الإتجاه بشكل كبير نحو إحداث المزيد من عمليات الإنداجم المصري و الوصول بالوحدة المصرفية إلى حجم اقتصادي معين، يتبع لها زيادة الكفاءة من خلال تخفيض التكاليف و الأعباء و تعظيم الأرباح و العائد ، هذا و يتبع عن عملية الإنداجم :

١-تحسين الرسمية و خفض التكاليف و زياده القدرة التسويقه و دفعه الخدمة المصرفية .

¹ أحد بنر التجار، www.philadelphias.edu.jo ، مرجع سبق ذكره ، ص 53.

² حرفة عدنان العسلي ، مرجع سبق ذكره ، ص 212.

³ أحد الكراز ، مرجع سبق ذكره ، ص 56.

⁴ نفس المرجع: ص 57.

⁵ طارق عبد العال حماد ، مرجع سبق ذكره، ص 201.

2- زيادة القدرة على المخاطرة في ظل سياسة التحرير المالي .

3- التوسيع في فتح أسواق جديدة وخلق مصادر جديدة للإيرادات ونهاية الظروف لتتوسيع الخدمات

المصرفية ، مما يؤدي إلى تعزيز موقع البنك في السوق المصرفية ودعم نشاطه وزيادة حجم الودائع وتنوعها¹.

من خلال ما سبق لنا ذكره يمكن القول أن الاندماج، يعد أحد الأساليب أو الوسائل التي يمكن للمؤسسات المصرفية اللجوء إليها لمواجهة ما فرضته سياسة التحرر التي فرضتها إتفاقية تحرير الخدمات المالية ، وكذا لدعم قدراتها التنافسية على نحو يساعدها على التعايش مع المتغيرات ويعينها من تحديث وتطوير خدماتها المصرفية .

خامساً : ضمان إستقلال السلطات الرقابية و على رأسها البنك المركزي مع ضمان قوة هذه السلطات بما يتم كيتها من الحصول على المعلومات اللازمة لأداء مهامها، وهذا كان إشتراط لجنة بازل لتحقيق الكفاءة المصرفية².

سادساً : القيام بإصلاحات فيما يخص النظام المالي، وذلك ضمن متطلبات تحرير القطاع المالي ، فمن أجل الرفع من كفاءة القطاع المالي في ظل إلغاء القيود على نشاط هذا الأخير، لابد من تطوير المؤسسات والأدوات المالية ، وتحسين دور آليات الوساطة و تعزيز القدرة التنافسية للمصارف ، وتحسين مناخ الاستثمار بالإضافة إلى الارتفاع بقدرات المصارف المركزية على إدارة السياسة النقدية ، و التحول إلى الأدوات غير المباشرة ، إضافة إلى بروز الحاجة لإعادة هيكلة المصارف العامة من أجل إستعادة جلوها كأحد متطلبات عملية الخصخصة الحتمية لها، وذلك بهدف زيادة القواعد الرأسمالية للمصارف ، و تعزيز المنافسة داخل هذا القطاع³.

سابعاً : تعزيز الرقابة على المصارف وتنظيمها ، بتطبيق الإجراءات الصارمة عليها ، كجمع المعلومات و فحص و مراجعة البنوك بإستمرار و تطبيق المعايير الدولية المتعلقة باتفاقيات بازل 1-2 بزيادة نسبة كفاية رأس المال ، و تقليل القروض المشكوك فيها⁴.

ثامناً : النوجة نحو السوق الشاملة داخل الصناعة البنكية⁵، وهي بنوك تقوم بالخدمات المصرفية التقليدية،

¹ محمد إبراهيم موسى ، إنداج البنوك و مواجهة آثار العملة ، الدار الجامعية الجديدة ، مصر ، 2007 ، ص 16-18.

² وصف سعدي ، الصناعة المصرفية و التحولات العالمية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية ، جامعة الشلف ، 2004 ، ص 301.

³ عبد الغني حريري ، آثار التحرير المالي على إقتصادات الدول النامية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 106، 107.

⁴ نفس المرجع: ص 107.

⁵ عمود أحمد التوني ، الإنداج المالي ، دار الفخر للنشر والتوزيع ، 2007 ، ص 75.

وغير التقليدية بما فيها القيام بدور المنظم، إضافة إلى أنها تساهم في تحقيق التطوير الشامل والمتوازن للإقتصاد¹، ويعود المغرى وراء قيام هذا النوع من البنوك لما أملته التطورات المالية والمصرفية إضافة إلى زيادة حدة المنافسة في القطاعين المالي والمصرفي².

تاسعاً : في ظل التحرير المالي قد تتجه البنوك إلى الخصخصة وذلك للأجل زيادة كفاءة أداء خدماتها المصرفية، حيث تتيح خصخصة البنوك حرية في إتخاذ القرارات سواء في مجالات الاستثمار أو ،أداء الخدمات المصرفية أو المساهمة في دعم أسواق المال، فالبنوك تخضع لعوامل المنافسة و التطور المستمر في تكنولوجيا العمل المصرفي، و تحتاج بشدة إلى تحرير الإدارة و زيادة درجة استقلالها بعيداً عن التدخل الحكومي³.

¹ عبد اللطيف مصطفى، مرجع سبق ذكره ، ص 25.

² محمد إبراهيم مرسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 123.

³ طارق عبد العال حماد ، إندماج و خصخصة البنك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003 ، ص 226.

المبحث الرابع : آثار التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.

شهدت سوق رأس المال كغيرها من مكونات القطاع المالي عمليات التحرير المالي ، سواء كان ذلك من خلال تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها تحت غطاء الاستثمار الأجنبي غير المباشر ، أو من خلال إستقطاب أنواع وأشكال جديدة من الأوراق المالية لمؤسسات أجنبية أو محلية ، إلا أن هذه العملية ستكون لها بالتأكيد آثار وإنعكاسات على أهداف هذه الأسواق خاصة فيما يخص تحقيق الكفاءة والفعالية في هذه الأسواق .

المطلب الأول : إيجابيات التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.

كما سبق التطرق إليه في أهداف التحرير المالي ، أن التحرير المالي يهدف إلى تحقيق فعالية لعمل الأسواق المالية بشقيها ، و بالتالي يساهم في زيادة أو مساعدة الأسواق المالية ، في الرفع من كفاءتها والتخصيص الأمثل للموارد المالية ، نحو الإستثمارات الملائمة و المناسبة ، أو بمعنى آخر الأحق أن توجه إليها ، ويمكن إبراز أهم المنافع الذي يتحققها التحرير المالي لسوق رأس المال فيما يلي :

أولاً: تقليل و إزالة الضوابط على نسب الفائدة أو معدلات العائد ، التي يتتقاضها أو يكتسبها الوكلاء الماليون ، ويشجع ذلك على التنافس بين الشركات المالية المشابهة و المادفة لجذب المودعين من ناحية ، وإثراء المفترضين المحتملين من ناحية أخرى ، إذ المنافسة في هذه الحالات لا تتحدد فقط أشكالاً غير سعرية ، ولكنها تؤدي إلى تنافس في السعر الذي يقلص الفروق ويجبر الشركات على الاعتماد على الحجم لربح ، ويفودي ذلك عادة إلى تنوع النشاط¹.

هنا تبرز لنا كفاءة سوق رأس المال من خلال تحقيق الشركات لأرباح حقيقة ، و بالتالي فإذا زاد الطلب على أسهمها فإنه يعكس فعلاً القيمة الحقيقة لأسهم هذه الشركات .

ثانياً: التحرير المالي يزيل أو يخفف من القيود على عملية دخول شركات مالية جديدة ، بحيث ينطبق هذا الوجه من التحرير على كل من الشركات المالية المحلية و الأجنبية و التغطيات على حقوق الملكية ، التي يمكن أن يتمسك بها المستثمرون الأجانب في الشركات المحلية بحيث ترفع تدريجياً أو تلغى .

ثالثاً: يشمل التحرير المالي تخفيف المراقبة على الإستثمارات التي يتولاها وكلاء ماليين ، بحيث يسمح لهم بالإستثمار في حالات لم يسمح لهم بالإستثمار فيها سابقاً ، وبالتالي فإن التحرير المالي يكسر الضوابط التنظيمية التي

¹ شاندر إسكيهار ، السياسات المالية ، برنامج الأمم المتحدة ، إدارة الشؤون الاقتصادية و الاجتماعية DESA ، نيويورك ، 2007، ص 37.

تفصل بين مختلف مجالات الاستثمار ، مما يؤدي لزيادة قدرة الوسطاء الماليين على نشر نشاطات مالية متعددة ، أي زيادة الترابط بين أسواق رأس المال المختلفة بحيث أنه مع تطور أي سوق سوف يؤثر ذلك بدرجة كبيرة على الأسواق الأخرى¹.

رابعاً: يشمل التحرير المالي تخفيف القواعد التي تحكم أنواع السندات المالية، والتي يمكن أن يصدرها النظام المالي أو يكتسبها ، بحيث تسمح السندات بالمشاركة في الأرباح المالية والأخطار بدرجات متفاوتة ، حيث أن الأرباح تمثل في الإيرادات الناتجة عن ارتفاع قيمة أسعار الأصول (السندات) ، أما الأخطار فهي ناتجة عن التخلف عن الإيفاء بدفعات الفائدة والإستهلاك أو تغيرات نسب القائدة².

خامساً: ترشيد القرار التمويلي بحيث أن إضفاء الصبغة العالمية على عمليات التحرير المالي ، هذا يتبع فرصاً كبيرة ومتعددة من المعاملات المالية ، و المهم في ذلك أنها توفر خيارات و بدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتبع التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق تتحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل³.

سادساً: تخفيض تكلفة التمويل بحيث أن التحرير المالي ، يعني العمل بالية السوق و إحدى هذه الآليات هي المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين ، إذ أن هذا التناقض بين مصادر التمويل الواسعة و المتعددة يفتح ميزة حفظ تكلفة التمويل للدول خاصة الدول النامية التي هي بحاجة إلى التمويل⁴.

سابعاً: كما تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال للدول النامية بالإعتماد أو التقلص من الإقراض المصري الخارجي ، الأمر الذي ترتب عليه عدة مشاكل تتحت من هذا الإقراض ، و المتمثلة في زيادة مدفووعات خدمة الدين خاصة مع ارتفاع أسعار الفائدة الدولية ، كما ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر⁵.

¹ تشارلز أسكهار ، مرجع سابق ذكره ، ص 37.

² نفس المرجع ، ص 37.

³ حسن كريم حمزة ، مرجع سابق ذكره ، ص 61.

⁴ نفس المرجع ، ص 61.

⁵ عبد الغني حربى ، آثار سياسات التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية ، مرجع سابق ذكره ، ص 53.

ثامناً: إن تحرير أسواق رأس المال بما يحمله من تدفق لرؤوس الأموال من الخارج سيؤدي حتماً إلى إنخفاض الأسعار المحلية ، الأمر الذي يؤثر بالإيجاب على نمو حجم الاستثمار من جهة ، ومن جهة أخرى تصبح تلك الأسعار حقيقة معايير في تشجيع غزو الإدخارات.¹

تاسعاً: تمكن عملية التحرير المالي من تعزيز و توسيع أسواق رأس المال ، من خلال كبر حجم المعاملات وتنوع الأدوات المالية المتداولة وذلك بظهور أدوات جديدة مثل المبادلات ، الخيارات المستقبلية ، وغيرها مثال على ذلك تقنية "توريق الديون" التي تسهم إلى حد ما في علاج مشكلة الدين الخارجي ، والتي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق رأس المال الدولية.²

وعليه من خلال ما سبق يمكن القول أن التحرير المالي يساهم بشكل كبير في الرفع من كفاءة أسواق رأس المال وذلك بحيث أن التحرير المالي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال ، وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة سيولة الأوراق المالية بحيث يصبح شراء وبيع هذه الأوراق يتم بسرعة الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط السوق من جهة ومن خلال زيادة العائد و المرض و المالي زيادة دخول الشركات الأخرى ، ومن جهة أخرى، ساعد على دخول المستثمرين الآخرين إلى هذه الأسواق، إلى الدفع بالقيمة الورقة الأوراق المالية (أسهم الشركات) نحو قيمتها العادلة، وهذا يؤدي إلى استقرار الأسواق المالية و تحقيق الكفاءة . و كما يساعد التحرير المالي أيضاً على تطوير قواعد المحاسبة ، وعلى رفع مستوى الإفصاح في هذه الأسواق نتيجة عمليات الإتصال بمؤسسات مالية أجنبية تمتلك تكنولوجيا مالية متقدمة لها أثر في جذب المزيد من التدفقات و زيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يساعد على نمو و كفاءة أسواق رأس المال و خاصة الناشئة .

كما يؤدي أيضاً إلى تخصيص الموارد نحو الإستثمارات ذات الأولوية و التي تتحقق أرباحاً فعلية ، وذلك بتوجيه رؤوس الأموال نحو الأسهم التي تغير فعلاً عن نشاط المؤسسة التي تمثلها .

¹ تشارلز أسكهاز ، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² نفس المرجع ، ص 37.

المطلب الثاني : سلبيات التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال.

بالرغم من الإيجابيات التي يحققها التحرير المالي وتنوع مصادر التمويل خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني فجوة كبيرة في هذا المجال ، كما يساهم أيضاً في زيادة كفاءة الأسواق المالية من نوع في مجالات الاستثمار و زيادة المنافسة الأمر الذي يعكس بالإيجاب على أسعار الأوراق المالية ، من حيث إتخاذها تقييمها الحقيقة ، إلا أن التحرير المالي يخلق مساوئ و مشاكل متعددة، وقد أثبتت بعض الدول ذلك ، و عليه يمكن إبراز سلبيات التحرير المالي و أثرها على إضعاف كفاءة سوق رأس المال فيما يلي :

أولاً : مخاطر تقلبات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

أي الاعتلاءات الناتجة عن تدفقات رؤوس الأموال المتحركة للإستثمار في المحفظة المالية ، بحيث مع تزايد موجات التحرير المالي ، إزداد تدفق هذا النوع من الإستثمارات ، الذي يتميز بقصر آجاله و ضخامة حركة ، وسعية لتحقيق الربح السريع ، وهذا كله جعله يتميز بدرجة تقلب عالية بحيث تدخل رؤوس الأموال و تخرج بأماد قصيرة مهدية إلى مشاكل كبير ، وذلك نظراً لسهولة التخلص من هذا النوع من الإستثمارات عن طريق البيع في سوق رأس المال ، و بالتالي حدوث (حدائق مفاجئ) لها¹.

و بالتالي في حالة دخول ثالثة ، قدرة الأشخاص على دولة ما على مواجهة مالية² :

1-ارتفاع في سعر صرف عملة تلك الدولة مما يضر بال الصادرات و بالتالي يزداد عجز الميزان التجاري .

2-ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأصول العقارية و المالية .

3-نمو معدلات التضخم.

أما في حالة تدفقات إستثمارية تخرج من الدولة وبشكل مفاجئ و أحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى³ :

1- انخفاض سعر صرف العملة لعملية .

2- فقدان المستثمرين الأجانب الثقة في السوق المحلي لتلك الدولة .

¹ حسن كريم حزرة ، مرجع سابق ذكره ، ص 63.

² أحمد ممدوح النجار ، عولمة أسواق المال و أثرها على تنمية الدول النامية ، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع ، جامعة فيلادلفيا ، أيام 16/15/2005/03، ص 25.

³ نفس المرجع ، ص 26.

3- إنخفاض وتدهور الأسعار خاصة أسعار الأصول المالية .

ثانياً : مشاكل هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج و يمكن توضيحيها كما يلى¹ :

إن من الآثار السلبية للتحرير المالي على أسواق رأس المال ، هو تدوين مدخلات الدول خاصة النامية منها، حيث أصبحت هذه المدخلات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية ، وذلك بحثاً عن عوائد مرتفعة. وبالرغم من أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال ظاهرة قديمة خاصة في الدول النامية ، و تتعدد أسبابها وتنوع أشكالها ، إلا أن إجراءات التحرير المالي قد أعطت لعمليات الهروب هذه مشروعية وحرية ، مما أدى إلى إستفحال هذه الظاهرة و تفاقم آثارها السلبية.

ثالثاً : مشاكل التعرض إلى المضاربة .

بحيث جاءت عمليات التحرير المالي لتسهيل نشاط المضاربات ، من خلال إلغاء جميع القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات ، و يمكن تعريف ظاهرة المضاربة في الأسواق المالية أو ما يعرف "بفقاعة المضاربة" بأها «ظاهرة مالية تغير عن تراكم الفروقات بين العيشه السوقية للأصل مالي و قيمته الأساسية ، أي إبعاد العيشه السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية²».

و السبب أيضاً في المضاربة و إتفاق هذه الفقاعة ، هو التعامل بالمشتقات المالية الأمر الذي نتج عنه ترکز الأخطار في حفظة عدد من المتعاملين (المضاربين) ، الراغبين في تحمل المخاطر بحثاً عن العائد الكبير ، ومن الآثار السلبية للمضاربة في سوق رأس المال مالي :

1- تضليل عدد المتتدخلين في السوق المالي أي فقدانه للعمق المالي نتيجة إنعدام الثقة .

2- فقدان الأصول المالية للسيولة نتيجة إهيار أسعارها لإرتباطها بمخاطر عالية .

3- فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية ، ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

¹ أحمد بن النجار ، عملية أسواق المال و آثرها على تنمية الدول النامية ، مرجع سق دكره ، ص 28.

² حمادو بن نعمن : طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008 ، مدخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و

الاقتصادية و الخريجة العالمية ، جامعة سطيف ، أيام 21، 20، 2009، ص 8.

خامساً: الأزمات المالية.

بحيث يؤدي التحرير المالي إلى تمويل وانتقال الأزمات المالية ، ولعل ذلك من أهم آثاره السلبية ، وقد حدثت في عقد التسعينات أزمات مالية فيما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي ، وقد تصاعدت الأزمات المالية في جنوب آسيا وأمريكا اللاتينية ، والولايات المتحدة الأمريكية ، فضلاً عن الأزمات التي واجهتها روسيا ودول شرق ووسط آسيا¹.

و قبل التعرض إلى أهم الأزمات المالية الناجمة عن إتباع المنهج المباشر لسياسات التحرير المالي يتم أولاً التعرض إلى معنى الأزمات المالية

تعرف الأزمات المالية على أنها : «إفيار شامل للنظام المالي ، فهي تلك التذبذبات العميقه، التي توتر كلها أو جزئياً على مجمل التغيرات ، وعلى حجم إصدار و أسعار الأسهم و السندات ، و إجمالي القروض و الودائع المصرفية ، ومعدل الصرف ، وبصفة عامة تعكس الأزمة المالية إفيار النظام المالي برمتها مصحوباً بفشل كبير للمؤسسات المالية وغير المالية مع إنكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي²».

¹ عبد العزىز حمدى ، دراسة التحرير المالي في الأزمات و التغير المتصفي ، مرجع سبق ذكره ، ص 2.

² يلعزيز بن علي ، محمد الطيب محمدى ، دليلك في الاقتصاد ، دار المحدودة للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2003 ، ص 50.

ويكتنل بعض أهم الأزمات المالية الناتجة عن التحرير المالي في الجدول التالي :

جدول (02) أهم الأزمات المالية الناتجة عن التحرير المالي.

النتائج	الأسباب	الجزء المعنى من السوق	الازمة
		المالي .	المالي .
- عجز في الحساب الجاري . - تدهور في قيمة العملة .	- إرتفاع القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية . - إرتفاع أسعار الفائدة بما شجع على استقطاب المستثمرين الأجانب . - التوسع في الاتساعي القطاع المصرفي . - تعويم العملة المكسيكية وإنخفاض قيمة البيزو	أسعار الفائدة خطر نظامي	الأزمة المكسيكية 1994
- زيادة الإنفاق في القطاع البنكي . - عدم الكفاءة في التخصص المحلي للموارد الأجنبية . - تحويل الاستثمار في الأوراق المالية إلى إيداعات بالبنوك ، للحد من التحولات من العملة الوطنية إلى العملة الأجنبية . - ظهور تقنية توريق الديون .	- الضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية في دول جنوب شرق آسيا . - إرتفاع تدفق رؤوس الأموال إلى هذه الدول منح قروض قصيرة الأجل للقطاع الخاص بدون ضمانات أو ضوابط أوراقه من البنوك المركزية . - عمليات التسمية بالقروض قصيرة الأجل .	البنوك .	أزمة جنوب شرق آسيا 1997
- عجز البنوك وافلاسها . - تحول نطاق الازمة إلى الأسواق المالية	- تقديم القرض بدون ضمانات كافية . - تحويل القروض إلى أوراق مالية (توريق الديون) .	1- البنوك .	الأزمة العالمية 2008
- افتبار أسعار الأصول المالية	- الاستثمار في الأوراق المالية، السابق توريقها .	2- أسواق رأس المال .	

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على: أمين عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص 55.

وعليه فإن سياسة التحرير المالي وبالرغم من أن لها إيجابيات ومنافع مهمة على أسواق رأس المال ، خاصة فيما يتعلق بكتفاتها، إلا أن بعض الدول أثبتت الجانب السلبي لها ، و ذلك من خلال الآثار السلبية الوخيمة التي ظهرت نتيجة تبني هذه الدول لهذه السياسات ، ولكن هذه الدول لم تطبق التحرير المالي بشكل تدريجي ، أو القيام بعض الإصلاحات الاقتصادية والتي تعد ضرورية قبل البدأ بسياسات التحرير المالي ، بل إنجهت نحو إزالة الفيود بشكل متسرع أو ما يطلق عليه " بالتحرير المالي الوقائي " وهذا ما نتج عنه مخاطر قدد استقرار أسواق رأس المال بل و الاقتصاد ككل ، و غير دليل على ذلك سلسلة الأزمات المالية التي مرت بها معظم الدول النامية ، وعليه فإن التحرير المالي يمكن أن يمنع الأسواق المالية للوصول إلى هدف الكفاءة لأنه يؤدي إلى :

- 1- انحراف الأسهم عن قيمتها الحقيقية ، بحيث نجد أن ارتفاعها هو ناتج عن مضاربات شديدة وعنفية على هذه الأسهم ، وليس ناتج عن أرباح فعلية تتحققها الشركات (مصدراً للأسماء) .
- 2- كما أن التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل يسفر عنها زعزعة استقرار الأسواق المالية ، بحيث أن أي صدمة أو إشاعة تؤدي إلى الهروب المفاجئ لرؤوس الأموال ، و يتبع عنه أزمة حادة في السيولة تساهمن في حل الأزمات ، بخلاف أنواعها ، والأزمة المالية تعم دلائل على ذلك ، وهذه الأعراض كافية لإحداث من وصول أسواق رأس المال إلى الكفاءة المثالية بها.

المطلب الثالث : متطلبات زيادة كفاءة سوق رأس المال في ظل التحرير المالي.

لكي تتحقق أسواق رأس المال هدفها من ناحية أن تكون فعالة و ذات كفاءة عالية، لابد عليها أن تتحقق بعض

المتطلبات بحيث يتعين توفرها خاصة في ظل سياسة التحرير المالي ويمكن إيجادها فيما يلي :

الفرع الأول : ضرورة توافر المعلومات الكافية عن السوق.

بحيث أنه في ظل سياسة التحرير المالي، لابد من توفر المعلومات الكافية عن السوق وإتاحتها أمام كل المتتدخلين فيه ، ويتعلق الأمر بالمعلومات التي توفرها جهات الإشراف و الرقابة و المتعلقة بالقوانين و الواقع المنظمة لعمليات الاستثمار في الأوراق المالية ، وكذلك نشر المعلومات و البيانات الكافية عن الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الوراق المالية ، وهذا يساعد المتعاملين و المستثمرين من ترشيد قراراتهم المالية ، و يؤدي أيضا إلى إستقطاب المستثمر الأجنبي ، وبفضل نشر المعلومات المناسبة يؤدي ذلك إلى توجيه عدد كبير من المستثمرين إلى إستثمار مدخراتهم في الأسواق المالية ، وبذلك يختفي الغموض حول حركة الأسعار و تقييم الأسهم المطروحة للتداول .¹

الفرع الثاني . الإشراف الخذر على أسواق رأس المال .

يعنى الإشراف الخذر على أسواق رأس المال ، بذلك من خلال تحديد الوكالات الإشرافية ، و المشرفون على وجه الشخصوص ، (أدوار كل من المدير ومدراء الأعباء) ، لضمان الشفافية و تحمل المخاطر المحتملة ، و كذلك أدوار المراجعين الخارجيين في إعداد التقارير الموضحة للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية .

ويهدف الإشراف الخذر على المؤسسات المالية ، إلى مكافحة التسيب عن طريق الإهتمام بمواجحة الأخطر ، و ضمان الشفافية عن طريق الإهتمام بالأوضاع المالية ، و هيكل التنظيمي و الإداري للمؤسسات المالية ، و الإستقلال الذاتي من خلال تعويض المشرفين بسلطات أقوى إتجاه المؤسسات المالية ، كما تساهم هيئات الإشراف على المؤسسات المالية ، في تسهيل تدفق المعلومات و التنسيق بين أنشطة إصدار القرار و متابعة تنفيذه² .

¹ صلحة بن طلحة ، بعلام معوشي ، مرجع سابق ذكره ، ص 479.

² نفس المرجع ، ص 480.

الفرع الثالث : توافر بيئة مؤسسية وتنظيمية وقانونية ملائمة .

بحيث أن عدم مراعاة ذلك يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض لارتفاعها في ظل التحرير المالي ، إذن فشلة ضرورة لتوافر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية ، و نظام قضائي يتسم بالكفاءة في فصل الدعاوى بعدلة و سرعة ، على أن يقترن ذلك بآلية فعالة لتنفيذ الأحكام ، وهناك ضرورة أخرى لتوافر إطار تنظيمي و رقابي مناسب يكفل تحقيق الشفافية في المعاملات و يمنع التواطؤ ، ويدين المخاطر الأخلاقية .

ويمكن توضيح ذلك بالإشارة إلى النور الذي يمكن أن يلعبه النظام الضريبي الفعال المنظور للأطراف المتعاملة في سوق رأس المال ، فإذا كانت السلطات الضريبية تراقب درجة الثقة في المعلومات الواردة في الميزانيات المقدمة من الشركات و الأفراد لتجنب التهرب الضريبي ، فإن تدفق تلك المعلومات لن توفر مصداقيتها بالنسبة للحكومة فقط بل أيضاً بالنسبة للأفراد المتعاملة في سوق رأس المال¹ .

الفرع الرابع : توفر قطاع مالي قوي و مستقر :

لتتحقق هذا الشرط لا بد من وجود إصلاحات هيكلية تعمل على بناء قطاع مالي كفء و مستقر ويمكن أن تحددها في ثلاثة مجالات مهمة² :

أولاً: منع استخدام القطاع المالي في تحقيق أهداف لا تتعلق بالسياسة الموضوعة ، فإذا اعتمدت الحكومة على تدخلات مالية غير مناسبة ، فإن هذا سوف يقلل كاهل القطاع المالي بتكاليف كان يجب أن تتحملها الميزانية العامة ، ومن أمثلة السياسات التي تتبعها الحكومة هو توجيه الائتمان وفقاً لأولويات معينة سواء لأفراد ومؤسسات أو جهات أخرى و هذا ما يسمى "الإفراض السياسي" .

وهناك نوع آخر من التدخل يهدف إلى خفض تكاليف خدمة الدين الحكومي و أشهر وسيلة لذلك هي الإخضاع المالي أو الكبح المالي ، وذلك حينما تضطر المؤسسات المالية إلى الإيفاء على دين الحكومة بفائدة أقل من معدلات الفائدة السوقية . إن مثل هذه التدخلات يمكن أن يكون لها آثار عكسية :

1- يمكن أن يؤدي إلى تشويه عملية تحصيص الائتمان و بذلك تخفيض من النمو الذي يمثل أهمية كبيرة لل الاقتصاد .

¹ عاطف وليم أندراؤس ، السياسات المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 88.

² طارق عبد العال حاد ، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنك ، مرجع سبق ذكره ، ص 46.

2- يمكن أن تؤدي إلى حالة عدم استقرار القطاع المالي .

إن التخلص مثل من هذه التدخلات ، مجال للحركة و المنافسة بين المؤسسات المالية المحلية والأجنبية ، فإذا تم التحرير المالي و مع استمرار هذه التدخلات فإن العباءة سوف يكون على المؤسسات المحلية فقط لأن المؤسسات الأجنبية قادرة على تحذب الضغوط أفضل من المحلية ، و بالتالي تكون هذه الأخيرة أكثر عرضة للمشكلات وأضعف في المنافسة حتى إذا كانت هناك إدارة جيدة تديرها .

ثانياً : يمكن أن تلعب الحكومة دورا هاما لإعداد مؤسسات مالية تعمل في مناخ تنافسي متزايد في إيجاد مساحات تتحرك فيها المؤسسات لخدمة الجمهور .

ثالثاً : يمكن أن تساهم الحكومة في توسيع وتعزيز سوق رأس المال و يمكن أن يلعب التحرير المالي دورا مساعدا لها من خلال الإلتزام المسبق بالسوق المفترض .

¹ حسن کریم جنزة، مرجع سبق ذکرہ، ص 59.

خلاصة الفصل :

من خلال ما سبق لنا التعرض إليه في هذا الفصل يمكننا القول أن التحرير المالي كان بمثابة نتيجة حتمية أملته سياسات التحرر الاقتصادي و التحول إلى إقتصاد السوق ،من هنا يمكننا استخلاص النقاط التالية :

- كان للتطورات الاقتصادية العالمية الدور البارز في تسريع وتيرة التحرير المالي .
- التحرير المالي هو إزالة القيود على النظام المالي وذلك هدف جعل هذا النظام أكثر استجابة لغيرات قوى السوق.
- ظهرت آثار التحرير المالي بشكل بارز على قطاعين هامين هما، القطاع المالي و الجهاز المصرفي.
- في ظل سياسة التحرير المالي طورت المصارف من أدائها و تحقيق أرباحها و بالتالي طورت في مستويات الكفاءة لديها .
- إن إتباع سياسة التحرير المالي بصورة غير مدروسة سيؤدي إلى أهم وأخطر أثر سلبي و هو تعرض البنوك إلى أرمات مصرفيه حادة .
- إن تحرير الأسواق المالية أي إزالة كافة القيود و العوائق المفروضة على حركة المؤسسات المالية و مختلف الأصول المالية، له إيجابيات و سلبيات على هذه الأسواق.

الفصل الثالث

**واقع الاسواق المالية العربية
وكفاءتها في ظل التحرير
المالي**

- عرض تجربة مصر -

تمهيد :

شهد عقد التسعينات من القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة ، تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي في العديد من الاقتصادات العربية في ظل التحول إلى آليات السوق ، بحيث أن هذه الإصلاحات وخاصة الإصلاحات المالية والتي تعرف بسياسة التحرير المالي كانت حتمية للخروج من المخلفات السلبية لسياسات القمع المالي التي اتبعتها هذه الدول

قد وافق تطبيق برامج التحرير المالي – بل كانت جزءاً أساسياً منه – حركة وإصلاح وتحرير أسواق المال العربية ، التي تتضمن تنشيط وتنمية هذه الأسواق لتواكب في نفس الوقت التطورات العالمية .

من هنا أوجب علينا التعرف على الأسواق المالية العربية بشقيها الرئيسين القطاع المصرفي كمكون أساسى لسوق النقد ، وسوق الأوراق المالية كمكون رئيسي لسوق رأس المال ، وخاصة في ظل تحديات التحرير المالي سينيرز كدراسة تطبيقية واقع السوق المصري وأهم إفرازات سياسة التحرير المالي المتّبعة في هذا السوق وخاصة فيما يتعلق بمستوى كفاءته ، و ضمن هذا السياق قسمنا الفصل إلى أربعة مباحث كمالي:

المبحث الأول : المبحث الأول: الأسواق المالية العربية و الكفاءة فيها.

المبحث الثاني : المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.

المبحث الثالث : المبحث الثالث: السوق المالي المصري .

المبحث الرابع : السوق المالي المصري في ظل التحرير المالي.

المبحث الأول : الأسواق المالية العربية و الكفاءة فيها.

ادركت الدول العربية خلال السنوات الأخيرة أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني ، بحيث يعمل على توفير رؤوس الأموال اللازمة لأغراض الاستثمار ، الأمر الذي يضمن تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة ، وهذا الأمر دفعها إلى القيام بعده إصلاحات على أسواقها المالية ، فقد قامت بإنشاء أسواق رأس المال (البورصات) من منطلق أن مثل هذه الأسواق سوف تساعده على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي ، وتشجيع حركة إنفاق هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية ، كما أنها قامت بتطوير جهازها المالي الذي يعد أيضاً مركزاً مهمّاً لتوظيفات رؤوس الأموال بحكم قدمية هذا القطاع .

المطلب الأول: الأسواق المالية العربية .

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على الأسواق المالية العالمية من خلال تعرضاً للجهاز المالي بها و أسواق الأوراق المالية العربية .

الفرع الأول: نشأة وتطور الجهاز المالي العربي .

يشكل القطاع المصرفي العربي العمود الفقري للقطاع المالي العربي ، وكذلك المصدر التمويلي الأول للاقتصاد العربي بحيث يتكون القطاع المصرفي في الدول العربية من 591 مصرف منها 425 مصرف محلي و 145 مصرف أجنبي و 21 مصرف ملكية مشتركة (محلية وأجنبية) ، ويبلغ المجموع الكلي لعدد فروع هذه المصارف نحو 10930 فرعاً؛ وت تكون البنوك المحلية من 291 مصرف تجاري ، 85 مصرف استثماري و 49 مصرف متخصص¹ .

كما تم تنصيف القطاع المصرفي في الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات رئيسية² :

تضم المجموعة الأولى دول مجلس التعاون الخليجي ، وهي الإمارات ، البحرين ، السعودية ، عمان ، قطر ، الكويت ، ولقد أمكن للقطاع المصرفي لهذه المجموعة من الاستفادة من ارتفاع الدخل من الصادرات النفطية ،

¹ أحمد طلحة ، المؤشرات الكلية لقيمة أداء القطاع المالي العربي ، عن موقع www.arab.ap.org/covvbe23/pdf تاريخ الإطلاع: 2012/04/17.

² مصطفى النقاش العربي : التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية ، سبتمبر 2009، ص.2.

والسياسة المتحررة والافتتاح على الخارج التي إتبعتها هذه الدول في التوسع في الوساطة المالية ويسير تقدم الائتمان المصرفي والخدمات المصرفية المتطرفة بالتناسب مع مستويات الدخل في هذه الدول.

أما المجموعة الثانية فتضم الدول النفطية الأخرى وهي : الجزائر ، موريتانيا ، السودان ، واليمن ، حيث يغلب الإتجاه في هذه الدول نحو هيمنة القطاع العام على القطاع المصرفي وصغر حجم المصارف العاملة فيها مقاساً بالموجودات والإعتمان المتاح للقطاع الخاص كنسبة للناتج المحلي الإجمالي ، كذلك لا يزال تقديم الخدمات المصرفية وقيام المصارف بنور الوساطة المالية أقل تطوراً.

مجموعة الثالثة: فهي مجموعة الدول غير النفطية والتي تضم الأردن ، تونس ، لبنان ، مصر ، المغرب ، والتي تعتبر دول ذات موارد مالية متواضعة غير أن اقتصاداتها متنوعة وتتمتع هذه المجموعة بمستوى تطور وعمق مالي مقبول مقارنة بالدول متوسطة الدخل في العالم.

الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية ودرافع قيمتها.

وهنا يتم التطرق إلى الجزء الثاني من الأسواق المالية العربية ، وهي سوق الأوراق المالية العربية التي تعتبر النقلة الجديدة في مجال التمويل ، وتلعب دوراً كبيراً ومهماً في توفير رؤوس الأموال في مختلف إقتصادات العالم ، وسيتم التعرض إلى أهم ظروف إنشاء هذه الأسواق في الوطن العربي ومبررات قيمتها.

أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية.

حتى النصف الأول من السبعينيات لم يكن في المنطقة العربية سوى بلدان لديها سوق مالية منظمة للأوراق المالية ، وهما مصر ولبنان اللذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920 وقبل نهاية السبعينيات (1969) أقامت كل من المغرب ثم تونس بورصة للأوراق المالية لتطوير آلية تسعير القيم المنقولة في كل منها.

وخلال النصف الثاني من السبعينيات شهدت كل من الكويت والأردن إفتتاح بورصة الأوراق المالية سميت سوق الكويت للأوراق المالية عام 1977 ، تم بعها إنشاء سوق عمان المالي عام 1978 وقبل أن ينتهي عقد الثمانينيات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وتلى ذلك في بداية التسعينيات إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993 ثم بدأ بورصة الخريطوم نشاطها مع مطلع عام 1995 الذي شهد أيضاً إفتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عام، وشهد أيضاً عام 1996 إفتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها المالي وفقاً لأسس قانونية جديدة.

إلا أن نهاية عقد التسعينات وهو العقد الأخير من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة يتجاهل إنشاء بورصات جديدة ، حيث تم ذلك في كل من قطر والجزائر عام 1999 ، ودولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000¹ .

لقد أصبح في المنطقة العربية أربعة عشرة بورصة منظمة ، تنقسم إلى جموعتين من البورصات وهي² :

الجموعة الأولى : وهي مجموعة الأعضاء في إتحاد البورصات العربية وهيئات أسواق المال العربية و تضم سوق عمان المالي بالأردن ، وسوق الأوراق المالية بالبحرين ، وهيئة السوق المالية بتونس و سوق الدوحة للأوراق المالية في قطر و سوق الأوراق المالية بالكويت ، وبورصة بيروت Lebanon ، و بورصة الأوراق المالية بالقاهرة و الإسكندرية ، بالإضافة لهيئة سوق المال ببورصة الدار البيضاء .

الجموعة الثانية : وهي المجموعة الدول غير الأعضاء في إتحاد البورصات العربية و تضم سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان ، وسوق بغداد للأوراق المالية بالعراق ، وسوق فلسطين للأوراق المالية بفلسطين ، وسوق مسقط للأوراق المالية بسلطنة عمان ، وبورصة الجزائر بالجزائر .

ويقى عدد من الدول العربية لا يوجد لها بورصات وهي جيبوتي وسوريا والصومال ولibia ، موريتانيا واليمن .

ثانياً: دوافع قيام الأسواق الأوراق المالية العربية.

حظي موضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة باهتمام الحكومات والمؤسسات الدولية ، التي أبدت عنابة خاصة بطرق ووسائل تمويل التنمية الاقتصادية ذاتها إلى حد كبير وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق أوراقها المالية للأسباب التالية³ :

1- الإخفاق الناجم في سياسات الإستدامة و العومن الخارجي لحل المشاكل المالية ، المرتبطة بتكون رأس المال والنمو الاقتصادي المحلي ، فضلا عن إخفاق السياسات المالية في السبعينات و السبعينات ، التي كانت تعتمد على الضرائب بشكل رئيسي في زيادة الواردات وعدم تماشي سياسة الإنفاق على المشاريع والبني التحتية ، مع الإمكانيات الاقتصادية من جهة أخرى ، لقد دفع ذلك الإخفاق إلى تبني سياسات هادفة إلى تشجيع الإدخارات المحلية الخاصة وتوجيه تلك الإدخارات نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها .

¹ أنطوان الناشف ، خليل الحندي : العمليات المصرفية و السوق المالية ، ندوة الحديثة لل الكتاب ، لبنان ، 2000 ، ص 236.

² عبد الحميد عبد المطلب ، السوق العربية المشتركة الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة ، مرجع سبق ذكره ، ص 227.

³ أنطوان الناشف ، خليل الحندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 266، 267.

2- التوسيع النقدي وتنامي القوة الشرائية ولفت الانتباه لدى عدد كبير من المواطنين والمدحرين إلى الأسواق المالية والأدوات التي تستخدم فيها .

المطلب الثاني: سمات الأسواق المالية العربية:

تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في إقتصاديات الدول ، بحيث تلتزم بتمويل الاقتصاد وتزويده بما يحتاجه من الأموال، وذلك إما في شكل قروض من الجهاز المركزي أو من خلال التمويل الجديد إذ يعد حديثاً بالنسبة للدول العربية والذي يتم عن طريق أسواق الأوراق المالية ، وللتعرف أكثر على أهمية هذه الأسواق ستعرض لأهم الخصائص والسمات التي تشتهر فيها الأسواق المالية العربية.

الفرع الأول: سمات القطاع المصرفي العربي

يشتمل الجهاز المركزي على مجموعة من الخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

أولاً: هيكل القطاع المصرفي العربي.

يبلغ عدد المصارف في الدول العربية حوالي 500 مصرف ، وتشكل كل من المصارف التجارية التقليدية والمصارف الإسلامية والمصارف المتخصصة الأخرى المكونات الأساسية للقطاع المصرفي العربي ، وبالنسبة للمصارف التجارية التقليدية تشير البيانات البجمعية من لاغاعدة bank scope أن هذه المصارف تهيمن على الحجم الكلي للقطاع المصرفي في الدول العربية ، حيث حافظت هذه المصارف على الحصة الكبرى من الموجودات المصرفية وبنسبة 81.5% من إجمالي الموجودات المصرفية العربية في عام 2007 ، ويلاحظ تزايد أهمية المصارف التجارية ، حيث شكلت نسبة موجوداتها 87.5% من إجمالي الموجودات المصرفية في عام 2000 ونحو 89 في المائة في عام 2003.

وفيما يتعلق بالمصارف الإسلامية والتي تقوم على الصيغة وفقاً للشريعة الإسلامية ، فقد تزايدت أهميتها النسبية بصورة ملحوظة في السنوات الأخيرة ، من خلال تأسيس عدد متزايد من هذه المصارف في مختلف الدول العربية.

وتأتي المصارف المتخصصة الأخرى في المرتبة الثالثة في هيكل القطاع المصرفي العربي ، وهي تتضمن مؤسسات مالية وإستثمارية ومصارف لتمويل المشاريع الصناعية والزراعية والعقارات في دول مجلس التعاون الخليجي ، بينما هي في غالبيتها مصارف صغيرة الحجم يوجه عام ، ومتوجهة لقطاعات وفئات إقتصادية معينة مثل

توفر التسهيلات والقروض لتحويل المشاريع الصغيرة للأفراد والمؤسسات في الدول غير النفطية ، كما في الأردن وتونس¹ .

جدول رقم (03): هيكل القطاع المصرفي في الدول العربية (الحصة إجمالي الموجودات المصرفية).

بنوك متخصصة أخرى	بنوك إسلامية	بنوك تجارية	
8.8	6.5	84.7	دول مجلس التعاون الخليجي
			2000
			2003
			2007
5.7	7.1	78.3	الدول العربية النفطية
			2000
			2003
			2007
5.8	18.1	76.1	الدول الغير النفطية
			2000
			2003
			2007
9.1	2.6	87.2	الدول العربية مجموعه
			2000
			2003
			2007
9.4	3.1	88.5	
7.9	5.8	90.2	
9.1	2.6	88.2	
9.4	2.1	88.5	
7.9	1.9	90.2	
8.2	4.3	87.5	
6.6	4.5	88.9	
6.5	11.9	81.5	

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربي وتحديات الأزمة المالية العالمية ، صندوق النقد العربي ، سبتمبر

. 2009 ، ص 13

¹ صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 11،12

ثانياً: الكثافة المصرفية.

حيث أنها تفاصيل مؤشر عدد الفروع لكل 10آلف نسمة وهي متداولة في العالم إذ لا تتجاوز 0.4 على مستوى الوطن العربي ولكنها تتفاوت بين دولة إلى أخرى كما هو مبين في الجدول التالي¹:

جدول رقم (04) : الكثافة المصرفية للدول العربية.

لبنان- البحرين- الإمارات- عمان.	% أو أكثر
الأردن- قطر- الكويت- السعودية.	% 0.6 - 1
المغرب- ليبيا- الجزائر.	% 0.3 - 0.5
السودان- مصر- سوريا.	% أقل من 0.3
اليمن.	% 0.8

المصدر: ناجي التوني ، الإصلاح المالي ، جسر التنمية ، سلسلة دروية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد الثاني ، الكويت ، 2010 ، ص 5.

ثالثاً: درجة التركيز.

حيث أن درجة التركيز في البنوك العربية مرتفعة، حيث يجد²:

1- ان أكبر 25 مصرف عربي يستأثر بـ 50% من النشاط المالي و 59% من الموجودات 46% من حجم القروض ، 65% من الودائع و 56% من حقوق المساهمين.

2- تركيز جغرافي أيضاً ان المصارف في ستة دول لعربية (السعودية ، مصر ، الإمارات ، الكويت ، لبنان ، المغرب) تستأثر بحوالي 75% من الموجودات المصرفية و 80% من حقوق المساهمين و 75% من حجم الودائع.

¹ ناجي التوني ، الإصلاح المالي ، جسر التنمية ، سلسلة دروية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد الرابع والعشرون ، الكويت ، 2010 ، ص 5.

² أحمد طلحة ، www.arab.ap.org/couvse23/pdf ، مرجع سبق ذكره ، ص 9 - 119 -

رابعاً : كفاية رأس المال

ثلة مؤشرات عدة بهذا الصدد هي¹ :

1- زادت حقوق المساهمين من 53.5 مليار دولار عام 1999 إلى 84.4 مليار دولار عام 2004.

نسبة رأس المال إلى إجمالي الموجودات في القطاع المصرفي العربي ارتفعت من 10.7% عام 1999 إلى 12.2 عام 2004.

2- نسبة السيولة للمصارف العربية تتراوح في المتوسط بين 23.3% و 27.3% وهي نسبة جيدة تدل على إهتمام المصارف العربية بمعدل مناسب من الأمان مقابل التزامها أو أي طارى.

خامساً: النشاط الإقراضي.

1- يستحوذ القطاع التجاري على جزء كبير من الائتمان العربي المتوازن، ثم يليه قطاع الصناعة ثم قطاع التشييد والبناء والإسكان ثم الزراعة.

2- تهيمن القروض قصيرة الأجل على نشاط الأقراض المصرفي العربي .

3- سجل نشاط الأقراض للمصارف التجارية العربية خواصاً ملحوظاً بلغ حوالي 12% في حين بلغ نحو الموجودات حوالي 9.7% والودائع حوالي 8.4% .

الفرع الثاني: سمات أسواق الأوراق المالية العربية.

كما تم التطرق إليه ، أن أسواق رأس المال العربية (البورصات) ، جاءت لسد فجوة التمويل في بلدانها بحيث أنه لتحقيق هذا الهدف تميزت أسواق رأس المال المتقدمة عن الأسواق العربية بالتطور والسيولة العالمية، وعليه سيتم التعرض إلى أهم الخصائص للأسواق العربية التي ستكون إما عائقاً أو مشجعاً لتحقيق الهدف المنشود .

أولاً : حداثة أسواق المال العربية.

أسواق رأس المال العربية حديثة التأسيس ويرجم سبب ذلك إلى عدة عوامل³ :

¹ ناجي التوني ، مرجع سبق ذكره ، ص 7.

² أحمد طلماح ، www.arab.ap.org/couvse23/pdf مرجع سبق ذكره ، ص 15.

³ رسالته أحمد أبو موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 69.

١- السيطرة الاستعمارية فقد كان اهتمام الدول العربية المستقلة مركزاً في وضع خطط التنمية ولم يكتم في بادئ الأمر بالأسواق المالية ولم توافق القوانين والتشريعات المالية والتقدمة مما شكل عائقاً أمام ازدهار الأسواق المالية التي تفتقر للهيكل التنظيمي.

٢- الصغر النسبي لحجم المشروعات العربية وسهولة تحويلها من أصحاب الثروة والمال.

٣- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة إستثمار الأرباح غير الموزعة.

٤- توظيف البنوك أموالها في الخارج وسيطرة القطاع العام على المجالات الاقتصادية المختلفة.

ثانياً: ضعف معدلات النمو

دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن إقتصاديّاتها الوطنية وإن معدلات نموها منخفضة ويعود ذلك إلى عوامل عديدة أهمها^١ :

١- حداثة إنشاء هذه الأسواق في الدول العربية والتي تعود في صيغتها القانونية إلى العقود الثلاثة الأخيرة.

٢- عدم إنتشار الوعي الإستثماري في الأسواق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب وشركات الوساطة.

٣- المبالغة في تدخل الأجهزة الحكومية والأغراض متباعدة رسمية أو غير رسمية وهذا ما يضع في كثير من الأحيان قيوداً على توجهات المستثمرين.

٤- عدم الإطمئنان لتغيرات الاقتصاد الكلي خاصة وإن إقتصاديات الدول المعنية (العربية) تابعة لإقتصاديات الصناعية المتقدمة فتتعكس عليها كافة التقلبات التي تواجه الإقتصاديات الأخيرة.

٥- انخفاض ربحية الأدوات الإستثمارية وهو ما يتعلّق جزئياً بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئياً ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين بها.

ثالثاً: صغر حجم السوق وضيق نطاقه.

تنحصر أسواق، وأسواق، العربية عموماً بضيق نطاق السوق من حيث انخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة فيه، وإنخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء بحيث أن متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية ، حوالي 111 شركة ويعتبر هذا العدد منخفضاً مقارنة مع الأسواق الناشئة

¹ هويسناز معرف ، مرجع مبق ذكره ، ص 306.

والمتقدمة حيث يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة حوالي 300 شركة وفي الأسواق المتقدمة حوالي 700 شركة.

كما تسمى البورصات العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقى للشركات المدرجة ، كما يلاحظ أيضاً في الأسواق العربية انخفاض مؤشر نشاط السوق الذي يقاس بمعدل حجم الأسهم المتداولة منسوبة إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق، حيث لا تتجاوز هذه النسبة في الأسواق العربية 25% بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الناشئة الآسيوية 75%.¹

رابعاً: ضعف فرص التنويع.

تسمى أسواق المال العربية بضعف فرص التنويع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلة الأسهم الجيدة ، هذا إلى جانب نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها التي تحصر في الأسهم العادية دون بدائل متمثلة في صكوك ، سندات ، مشتقات مالية ، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين حافظ استثمارية يمثل أبعد وسيلة لتقليل المخاطر .

إن أحد أهم أسباب إرتفاع المخاطر في الأسواق المالية العربية (أسواق رأس المال) هو عدم وجود أدوات مالية للحد من المخاطر ، هذه السمة المشتركة تضع فيودا على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي ، ويلاحظ في معظم البورصات العربية أن قطاعي البنوك والاتصالات يسيطر على حجم التداول.

ومن أسباب ضعف فرص التنويع في أسواق رأس المال العربية ، أن سلوك المستثمر فيها تحكمه سياسة القطبيع التي تمثل إنقياد المستثمر لتجهات كبار المستثمرين دون الإشتاد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلى للشركات المدرجة في السوق المالى².

خامساً: التقلبات الشديدة لأسعار الأسهم.

هناك عدة عوامل تحكم في حركة سير أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية، كارتباط آداء هذه الأسواق بحركات أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، أما في المدى القريب (أي الأداء اليومي والأسبوعي) فإن سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات إقتصادات المنطقة العربية

¹ إبراهيم أنور ، خصائص الأسهم العربية ، حسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد 8 ، الكويت ، فبراير 2009 ، ص 4.

² صلاح الدين حسن الميسى ، الشركات مصددة الجسيمات وحكم العالم ، عالم الكتب ، القاهرة ، 2003 ، ص 60.

ويمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسعار الأسهم في الأسواق الأوراق المالية العربية¹ :

- 1- تركيز التداول في أسهم محدودة مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات بفعل تأثير العوامل غير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقة التي لها دور كبير في حركة الأسعار الأمر الذي يدعم عدم فعالية هذه الأسواق في تسويق الأسواق المالية المتداولة.
- 2- إعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التحويلي الخارجي المتمثل في القروض وأصدار مزيد من الأسهم بدلاً من الإعتماد على مصادر داخلية كالأرباح الختاجة لهذا النوع من التمويل التحويلي المتمثل في زيادة أصدار أسهم جديدة والقروض الخارجية أو ما يسمى بالرفع الحالي هذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية الأسهم وبالتالي في قيمته السوقية.
- 3- ضآللة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق المال العربية حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسويق الأسعار وذلك لبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمي عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.
- 4- ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية عند غياب إطار رقابي مستقل ومنفصل عن إدارة سوق الأوراق المالية يمكن أن يكون مصلحة للمستثمرين في البيع على المكشوف وذلك بهدف استدراج الأسعار نحو مزيد من الانخفاض أو الارتفاع لتحقيق أرباح من جراء ذلك الأمر الذي يتسبب في عدم استقرار السوق عموماً.

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية العربية

لكي تقوم الأسواق المالية بوظائفها على أفضل وجه ، و تتمكن من تحقيق أهدافها يجب أن تميز بالكفاءة ، خاصة لما يتعلق الأمر بالأسواق المالية العربية لأنها حديثة النشأة و التكوين ، وهذا يتكون هذا المطلب أسواق المال العربية و إبراز حقيقتها .

الفرع الأول : كفاءة القطاع المصرفي العربي

كما سبق التطرق إليه أن الكلمة المصرفية على أنها ناتج للكفاءة المصرفية و الكفاءة الإقتصادية ، ومع التردد الدؤوب في ظاهرة التحرير النظام المالي والعملة و انتهاج حملة من الإصلاحات ، تكون هناك في الآوان ، الأمر في

¹ إبراهيم أنور ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 5، 7 .

رفع القيود عن هذا القطاع وتحسين كفاءته و تشجيع الممارسات التنافسية ، الأمر الذي ألزم البنوك العربية بتحديث عملها ، من أجل إرساء نظام مصرفي ينبع بكافأة أعلى من حيث التخصيص الأمثل للموارد و إنخفاض الأسعار على قدر واسع من الأهمية للمستثمر و المستهلك على حد سواء ، و عليه موضوع الكفاءة في البنك العربي بالأهمية وكذلك ياعتبره جزء مهم من الأسواق المالية ، ثم التعرف أو الحكم على كفاءة الجهاز المصرفي العربي ، و ذلك من خلال إستعراض بعض النتائج المستخلصة حول كفاءة البنوك العربية من خلال بعض دراسات الباحثين.

أولاً: كفاءة البنوك العربية.

و أهم الدراسات العربية في هذا المجال ، دراسة أولسون و تاسيلى 2010 ، بحيث ثُبّلت في تقدير كفاءة البنوك في بعض الدول العربية و مقارنة هذه النتائج مع المؤشرات المحاسبية لربحية هذه البنوك المتمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية ، بحيث اعتمدت على 83 بنك من 10 دول عربية "البحرين ، مصر ،الأردن ، الكويت ، لبنان ، المغرب ، عمان ، قطر ، السعودية ، الإمارات" ، و تم الخروج من هذه الدراسة بأن البنوك العربية تمتاز بقلة الكفاءة خاصة من ناحية الربحية ، لأنها ترتكز على مراقبة التكاليف بدلاً من توليد الأرباح كما أن صغر حجمها أعاد من فرص اندماجها .

و في دراسة أخرى سنة (2009) حول آثار التغيرات المؤسساتية و المالية على كفاءة البنوك العربية ، بحيث أثبتت أن كل من المغرب و تونس يحظيان بنظم مصرافية أكثر كفاءة من باقي بنوك الدول العربية كما أن عملية تحسين الكفاءة المصرفية تتأثر بجودة النظام القانوني و البنوك ذات رأس نشال و السيولة النقدية الجديدة¹ .

و عليه يمكن القول أن كفاءة البنوك العربية تختلف في مستوىها من دولة إلى أخرى ، لكنها تبقى دائماً بحاجة إلى المزيد من الإصلاحات الضرورية التي تعكس بالإيجاب على كفاءتها خاصة تلك المتعلقة بنظم القانونية وكذلك حجم هذه البنوك و زيادة رأس المال و التنوع في الخدمات المقدمة . و ذلك نظراً لوجود قيود تنظيمية تمنع البنوك من السيطرة الكاملة على مدخلاتها أو خرجاتها ، وكذلك إلى ما تنسى به هذه البنوك من صغر حجمها بحيث لا ترقى إلى الحجم الأمثل ، بالإضافة إلى أن البنوك العربية ترتكز على مراقبة التكاليف بدلاً من التركيز على زيادة الأرباح، و الكثافة الزائدة، هذا كلّه يؤثّر سلباً في كفاءة البنوك العربية.

¹ وليد عبد مولا، مرجع سبق ذكره، ص 8.

الفرع الثاني : كفاءة أسواق رأس المال العربية

إن كفاءة أسواق رأس المال العربية والذي يقصد بها عملية الإتعكاس السريع للمعلومات الواردة بهذه الأسواق في السعر، وهذه العملية تساهم في تحريك المدخرات وفقاً لمطالبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي ، الأمر الذي يقلل من فرص توجيه الإستثمارات تجاه مضاربات و توقعات غير مستندة إلى معلومات و بيانات صحيحة ، ومن أهم متطلبات فاعلية و كفاءة أسواق رأس المال فعالية الأطر التنظيمية و الرقابية و توفر معايير الإفصاح و الشفافية ، التي تسهم بدورها في تعزيز كفاءة أسواق رأس المال العربية ، و عليه لتتعرف على كفاءة هذه الأخيرة يتم أولاً عرض الأطر التنظيمية و معايير الشفافية و الإفصاح لهذه الأسواق .

أولاً : الإطار التنظيمي و المؤسسي لأسواق رأس المال العربية

تتضمن الأطر التنظيمية لأسواق رأس المال العربية قانون الشركات ، و قانون الأوراق المالية ، بحيث يتناول قانون الشركات الأشكال القانونية للشركات و متطلبات تسجيلها و الإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء إمارسة أنشطتها وحتى خروجها أو تصفيتها ، ومن أهم شروط إدراج الشركات في سوق رأس المال العربية أن تكون الشركات المصدرة هي شركات مساهمة عامة ، لأن أهم ما يميز الوضع القانوني لهذا النوع من الشركات إستفادة أحد أدنى لعدد المساهمين في تأسيس الشركة ، و إن الهدف من ذلك هو ضمان توسيع قاعدة المساهمين في ملكية الشركة و ذلك لضمان المتاجرة والتداول في سهم الشركة بين أكبر عدد من المستثمرين في السوق ، الأمر الذي يعزز تطور السوق ونشاطه¹ .

لذلك تخصص العديد من الدول العربية حواجز ضريبية أو حواجز أخرى، لتشجيع الشركات الفردية وشركات المساهمة الخدودة للتتحول إلى شركات مساهمة عامة.

أما فيما يتعلق بقانون الأوراق المالية في الأسواق العربية ، فيلاحظ أنها تشتمل على أحكام و شروط و متطلبات العضوية في سوق الأوراق المالية ، و أحكام الإدراج و إلغاء الإدراج للأوراق المالية ، و معايير الإفصاح و الشفافية و أحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء و تداول الأوراق المالية ، و يتضمن القانون في الأسواق التي تفصل فيها

¹ إبراهيم نور ، لغالية أسواق الأسمدة العربية ، جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد السادس و السادسون ، الكويت ، 2010 ، ج 2

الشفافية وأحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء و تداول الأوراق المالية ، ويتضمن القانون في الأسواق التي تفصل فيها مهام الهيئة و سوق المال و إدارة البورصة ، بحكم أن الهيئة معنية بتنفيذ الإطار التنظيمي و الرقابي للبورصة و إدارة بالاطار الإشرافي و التنفيذي لأحكام نظام السوق و لوانحه¹ .

هذا فيما يتعلق بالإطار التنظيمي أما فيما يخص الإطار المؤسسي فيكون من :

1- إدارة السوق : تدار أسواق رأس المال في معظم الدول العربية من مجلس إدارة يعين بقرار من مجلس الوزراء ، و من أهم مهامه رفع التوصيات و المقترنات بشأن اللوائح و القواعد و التعليمات الازمة ، وهناك خمس إدارات أساسية تكون الإطار المؤسسي للسوق و هي² :

- إدارة إيداع الأوراق المالية تختص بمتابعة عمليات الإيداع الأوراق المالية .

- إدارة التراخيص والتفتيش ، تتولى إدارة مهام التراخيص و التفتيش و دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية .

- إدارة متابعة إجراءات الشركات : تختص بإجراءات الشركات فيما يخص طلبات طرح وإدراج الأوراق المالية بالبورصة .

- إدارة المتابعة والرقابة : ومن أهم مهامها تلقي الشكاوى من المتعاملين و المستثمرين في السوق ، و النظر فيها و دراستها و إجراء التحقيقات الازمة التي تنشأ بين الأطراف ، انتشاركة في تداول الأوراق المالية .

- إدارة الإشراف و الرقابة : تعنى بمتابعة عمليات التداول للتأكد من إلتزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق .

2- هيئة سوق المال : بموجب بعض الأنظمة في أسواق المال العربية فإن هيئة سوق المال تتولى مهام الإشراف على تنظيم و تطوير السوق ، إصدار اللوائح القواعد و اللوائح و التعليمات الازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية ، بهدف توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق ، و حماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية ، وتعتبر هيئة السوق في الدول العربية جهة حكومية ذات إستقلال إداري و ترتبط مباشرة بأعلى سلطة في الدولة كمجس الوزراء و تشرف في الوقت الحاضر هيئات مستقلة إدارياً لكل الأسواق العربية ماعدا أسواق البحرين ، الكويت ، بيروت ، الخرطوم ، حيث تقع مسؤولية مهام الإشراف و الرقابة في هذه الأسواق على إدارة السوق³ .

¹ ابراهيم انور ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، مرجع سابق ذكره ، ص 3.

² ابراهيم انور ، الأطر الرقابية لأسواق الأوراق المالية العربية ، حسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، فيفري 2011، السنة العاشرة ، الكويت ، ص 5.

³ ابراهيم انور ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، مرجع سابق ذكره ، ص 4.

ثانياً: معايير الإلصاح و الشفافية : حيث تشرف المنظمة الدولية هيئات سوق المال إيسكوا ، على تطوير مبادئ أساسية تضمن شفافية العمل في أسواق المال العربية ، ومن أهم أهدافها ، التعاون المشترك بين الأعضاء لتحقيق أعلى المستويات التنظيمية للوصول إلى كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية ، و كذلك تبادل المعلومات و الخبرات الخاصة من أجل دعم تطور الأسواق المحلية و دعم المبادرات الفنية المتقدمة لتحقيق سلامة الأسواق و ذلك بالتطبيق الصارم و الفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوّب المعاملات في الأسواق المالية ، و تمثل هيئات العربية في منظمة الإسكوا على كل من مصر الإمارات العربية المتحدة ، سلطنة عمان ، الأردن ، البحرين ، المغرب ، تونس ، و الجزائر في إطار سعيها لتطوير معايير الشفافية¹.

ثالثاً: تقييم كفاءة أسواق رأس المال العربية.

بعد التعرض إلى الأطر التنظيمية و الرقابية و معايير الشفافية في أسواق رأس المال العربية ، و التي تتمثل وسيلة لزيادة ثقة المستثمرين في السوق ، الأمر الذي يسهم بدوره في كفاءة هذه الأسواق ، و بالرغم من اختلاف الأطر الرقابية والمؤسسية بين أوساط رأس المال العربية ، إلا أن النتائج إختبار كفاءة أسواق رأس المال العربية و ذلك من خلال الأدبيات التطبيقية المتخصصة بدراسة علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم في مختلف الأسواق العربية بواسطة منهجية الاقتصاد القياسي ، أن الأسواق العربية لا تنسجم جميعها بالكفاءة حسب المفهوم الضعيف للكفاءة ، الأمر الذي يحتم ضرورة تطوير قواعد الشفافية والإفصاح و الأطر الرقابية في هذه الأسواق و ذلك بغية تعسين أدائها من حيث الكفاءة .

١- معموقات كفاءة أسواق رأس المال العربية

عموماً ، يمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من كفاءة أسواق رأس المال العربية في الآتي² :

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي التي تقوم به هيئة السوق ، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة ، بالإضافة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري لبورصات العربية الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة و معاملتها كإحدى وحدات القطاع العام .

-غياب أو ضعف الإطار التشريعي ، الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح بخصوص معلوماتها المشورة في التقارير المالية .

¹ إبراهيم أنور: فعالية أسواق الأseمهم العربية ، مترجم سبق ذكره ، ص 13.

² ابراهيم أمير، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية ، مترجم سبق ذكره ، ص 09.

-عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات ، و عدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية وإستقلالية .

-ضعف الآليات لإلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة .

2: متطلبات الرفع من كفاءة أسواق رأس المال العربية .

من واقع الأسواق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على إستقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أنواعية إستثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية و الفعالية ، لذلك أصبح من الضروري البحث عن سبل و آليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية و تشفيط أدائها بالمستوى المطلوب ، و على هذا الأساس يتم ذكر مجموعة من العوامل التي تدعوا إلى ضرورة الأخذ لتطوير البورصات العربية و رفع مستوى كفاءتها :

-**تعزيز الدور الرقابي للسوق :** وذلك من خلال فضلاً، الجهار الرقابي المعين، بإصدار القواعد المنظمة ل التداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها ، و العمل على إستكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة ، كقانون الشركات ، قانون سوق الأوراق المالية و اللوائح التنفيذية ، قانون الاستثمار ، وتتضمن قوانين الرقابة تلك ما يلى¹ :

-الرقابة على التداول .

-الرقابة على الوسطاء و صناديق الاستثمار.

-الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.

-**تعزيز الشفافية والإفصاح :** بإصدار نشرة يومية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق ، و قرارات مجلس الإدارة ، و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار ، وإبرام إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية ، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال² :

-الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار ، مع فرض غرامات على الشركات التي لالتزم بذلك .

¹ صالح مفتاح ، فريدة معارف ، مرجع سبق ذكره ، ص 192.

² رشيد بوكسان ، مرجع سبق ذكره ، ص 253.

- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل المعلومات ونشرها .

- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها .

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة .

- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية ، وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية ، حتى يتكون المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركات ، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية .

- تنمية الوعي الاستثماري : لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الإدخار طويلاً الأجل ، وذلك بتعريفهم للفرص المتاحة للإستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها ، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي .

- تشجيع الاستثمار الأجنبي : بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دعمها .

- تعديل الأنظمة الضريبية : أو إلغاء البعض منها كالضرائب على العوائد الجارية ، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية و ذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية ، وجدب الإستثمارات الأجنبية وكذلك التوسيع في برامج الخوادم التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية ، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الأجانب و صناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالزاد العلني ¹ .

- مكثنة أنظمة التداول : بإستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية ، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين ² .

- الربط بين البورصات العربية : بإنشاء شبكة إتصال عربية متقدمة توفر المعلومات الكافية و الحديث عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق ، أيضاً إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعده كثيراً على إنفتاح الأسواق المالية و زيادة ارتباطها ضماناً لتدفق رؤوس الأموال ³ .

¹ صالح مفتاح ، فريدة معاري ، مرجع سبق ذكره ، ص 193.

² نفس المرجع ، ص 193.

³ صالح مفتاح ، فريدة معاري ، مرجع سبق ذكره ، ص 193.

المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.

شهدت الأسواق المالية العربية كغيرها من الأسواق العالمية سياسة التحرير المالي و ذلك من أجل التخلص من سياسيات الكبح المالي و لآثارها السلبية فقامت الدول العربية بتحرير أسواقها المالية و فتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي ورؤس الأموال الأجنبية ، الذي ترتب عليه عدة إصلاحات ونتائج على الأسواق المالية العربية يمكن إجماله في مضمون هذا المبحث .

المطلب الأول : تحرير الأسواق المالية العربية ونتائجها.

بعد الإنضمام لاتفاقية الجات من قبل بعض الدول العربية وذلك سنة 1994 ، أصبحت هذه الدول ملزمة بذلك جهود مضاعفة ، من أجل عملية جذب الإستثمارات وخاصة الأجنبية إلى أسواقها المالية المحلية ، وبالتالي كانت هنا الضرورة إلى الاتجاه نحو تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية في هذه الأسواق وهذا ما أفرزته سياسات الإصلاح المالي التي تميزت به أسواق المال العربية.

الفرع الأول: تحرير القطاع المصرفي العربي ونتائجها.

يسهم القطاع المصرفي في عدد من الدول العربية قبيل الإصلاحات بإتباع سياسات الكبح المالي ، ويتمثل ذلك في إضعاف القطاع المصرفي والمالي إلى قيود متعددة ، في مجال الودائع والإقراض وعدم وجود منافسة حقيقة بين المصارف ، في السوق المحلية وتحزنة النظام المصرفي وتصاعد المخاطر جراء ارتفاع القروض المتعثرة ، والمساهمة الكبيرة للقطاع العام في ملكية المصارف ، وإزاء هذه المصاعب فقد برزت الحاجة لاحداث الإصلاح والتحرير المصرفي، حيث بدأت عدد من الدول العربية بتطبيق الإصلاحات في جوانب عديدة إعتباراً من مطلع التسعينيات وفي هذا الإطار يمكن رصد أهم الجهود التي بذلت لإصلاح وتطوير الجهاز المصرفي العربي على النحو التالي :

أولاً: تحرير القطاع المصرفي من الكبح المالي.

يسهمت جهود الإصلاح في عدد من الدول العربية لتحرير القطاع المصرفي من الكبح المالي ، على تحرير

أسعار الفائدة وإلغاء الضوابط الإدارية على الإئتمان وهم كالآتي¹ :

¹ عبد الحميد عبد المطلب ، السوق العربية المشتركة ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 218، 219.

1- تحرير أسعار الفائدة:

قد لوحظ أن التوجه نحو تحرير أسعار الفائدة في معظم الاتحادات العربية كان متماثلاً ، حيث كان ذلك مواكباً لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي طبقت ، وكانت البداية في الإتجاه نحو رفع أسعار الفائدة الأساسية وتبع ذلك على الفور تحرير أسعار الفائدة على الودائع ، أما تحرير معدلات الإقراض فقد ثبت بصورة تدريجية وقد شهد عقد التسعينات من القرن العشرين تحريراً كاملاً لأسعار الفائدة على عدد من الدول العربية ، ففي كل من تونس والمغرب بدأ تحرير أسعار الفائدة منذ العام 1996 ، وفي ليبيا وضعت السلطات النقدية حداً أقصى على أسعار الفائدة على القروض لا يتعدي سعر الخصم بأكثر من 2.5 % ، وفي اليمن وضعت السلطات النقدية حداً أدنى لسعر الفائدة على الودائع الإذخارية ، وبمقدار الإشارة إلى أن أسعار الفائدة في غالبية دول مجلس التعاون الخليجي قد تم تحريرها في وقت مبكر في سياق إنتهاجها لسياسات اقتصادية متحركة ، وتعد سوريا الدولة العربية الوحيدة التي لم تحرر أسعار الفائدة حتى الآن بالرغم من التعديل الذي قام به السلطات المعنية في عام 2003 وللمرة الأولى بعد حوالي 25 عاماً.

وقد أدى التحرير الكامل لأسعار الفائدة في ظل انخفاض معدلات التضخم الناتج عن إبادع سياسات إيكواسية في إدارة الطلب ، إلى حدوث معدلات موجبة لأسعار الفائدة الحقيقة في هذه الدول التي طبقت سياسة تحرير سعر الفائدة.

2- إزالة القيود على منح الائتمان .

تم إزالة القيود على منح الائتمان تدريجياً بالتزامن مع تحرير أسعار الفائدة ، حيث ثبتت إزالة الضوابط المفروضة على تخصيص الائتمان المقدم من البنوك ، كما تم تدريجياً أيضاً إزالة المعايير والمبادئ التي كانت تحدد هيكل أصول البنوك مثل نسبة القروض للودائع ومتطلبات الحصول على تفويض مسبق لتخصيص الائتمان والشراء الإلزامي للدين العام وكذلك الائتمان المخصص لبعض القطاعات ذات الأولوية .

ثانياً: تطوير إدارة واستقلالية السياسة النقدية.

حيث يلاحظ أن السياسة النقدية تحررت من الكثير من القيود والضغوط وإنكستت مزيداً من الاستقلالية وقد زادت كفاءة السياسة النقدية بزيادة التوجه نحو إعتماد السلطات النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية ، ولتنفيذ ذلك عمدت السلطات النقدية في معظم الدول العربية إلى تطوير عمليات السوق المفتوحة التي تشكل أدوات الدين العام المحلي (من أدوات وسادات خزانة) الأدوات الأساسية في تطبيقها ، بل جأت الـ... (النقدية في دول أخرى) إلى إصدار شهادات الإيداع بالعملات المحلية في سوق النقد المحلي لأحوال متغيرة

وذلك في حالة عدم توافر الأدوات الخاصة بالسوق المفتوحة ، وقد أدت تلك الجهود إلى إضفاء مزيد من الشفافية والوضوح لأدوات السياسة النقدية وأسلوب التعامل بها مما ساعد كثيراً في تحديد تحركات أسعار الفائدة على الودائع والقروض في السوق المصرفية المحلية ، وثكين السلطات النقدية من التحرك بفعالية وقدر أكبر لتنظيم مستويات السيولة المحلية ، وإتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الاستقرار في السوق النقدي عن طريق عمليات السوق المفتوحة وهو الإتجاه المطلوب¹.

ثالثا: تطوير النظم الرقابية والإطار التنظيمي للجهاز المالي.

إن وجود قطاع مالي كفوء وفعال يخدم الاقتصاد الوطني والتغيرات الجوهرية في السياسة النقدية في الدول العربية يتطلب تعديل أسس ومعايير الرقابة والإشراف بما يواكب المعايير الدولية ، بالإضافة إلى تنظيم النشاطات المسموح للعصارف ممارستها وكما يدعم التوجه نحو الصيغة الشاملة.

1-النظم الرقابية في الدول العربية.

تتولى البنوك المركزية في الدول العربية عادة مسؤولية الإشراف على النظام الرقابي، باستثناء لبنان الذي يتم فيه فصل مهام السلطات الرقابية عن السلطات النقدية، ويعتبر النظام الرقابي إحدى أهم العوامل لتحقيق الاستقرار المالي لكونه يتبع بشكل دقيق ومتنظم أداء القطاع المالي، وفي هذا السياق يشار إلى أن معظم الدول العربية تقوم بتطبيق المبادئ الأساسية للجنة بازل للرقابة المصرفية، بالإضافة فإن عدداً متزايداً منها ينتهج معايير لجنة بازل²، كما هو الحال في دول مجلس التعاون الخليجي.

وبصفة عامة فقد تحسن الأداء العام لنظام الرقابة في معظم الدول العربية الأمر الذي ساهم في إنخفاض نسبة القروض المتعثرة وإرتفاع المعدلات المناسبة لكتفافة رأس المال، كذلك فقد أدى تحسن أداء النظام الرقابي والإشتغال للقوانين الدولية إلى تحقيق الدول العربية تقدماً ملحوظاً في مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب².

¹ صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، تطورات الأداء والإصلاحات في القطاع المالي في الدول العربية ، الفصل العاشر ، سبتمبر 2008 ، ص 218، 219.

² صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، تطورات الأداء والإصلاحات في القطاع المالي في الدول العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 220.

2-تنظيم النشاطات المسموح للمصارف التجارية لمارستها.

يختلف تنظيم نشاطات المصارف التجارية في الاقتصاد فيما بين الدول العربية، فعلى سبيل المثال تحيطى كل من عمان ولبنان على المصارف التجارية بتقديم خدمات التأمين لعملائها، في حين لا تفرض كل من الأردن والكويت والمغرب قيوداً على ممارسة المصارف نشاط التأمين، أما في كل من البحرين وال سعودية وتونس فيسمح للمصارف بتقديم خدمات التأمين ضمن إطار قانونية تخضع لقيود، ويلاحظ أن بعض الدول العربية توجهت نحو إعتماد الصيغة الشاملة، فالمصارف في السعودية تعمل جميعها وفق غوذج الصيغة الشاملة ، وفي تونس منحت السلطات مصارف التecomie المتخصصة رخصاً لممارسة الصيغة الشاملة¹.

رابعاً:نتائج تحرير القطاع الصرفي العربي.

أسفرت الجهود المبذولة للإصلاح المصرفي للبنوك العربية عن النتائج التالية²:

1-أدى الإتجاه إلى تخفيف أو إزالة القيود المباشرة، على الائتمان المصرفي، إلى زيادة نصيب القطاع الخاص في هذا الائتمان.

2- تم بصورة عامة الإيفاء بالنسبة المرجحة بالمخاطر لكتفاف رؤوس أموال المصارف البالغة 8%، كما حددتهالجنة بازل ويلاحظ في هذا المجال أنه في عدد من الدول العربية تم تجاوز تلك النسبة التي حددتها هذه اللجنة، كما تم تخفيف درجة إنكشاف البنوك على مختلف أنواع المخاطر بما في ذلك مخاطر أسعار الصرف بما يتماشى مع النسب المطلوبة، مما أدى إلى تحسن إدارة مخاطر الائتمان بصفة عامة وهو الأمر الذي يعكسه الإنخفاض المستمر للفروض المستقرة.

3- تزايد أصول المصارف العربية زيادة كبيرة، حيث بلغ معدل ثورها نحو 21% خلال الفترة 2003-2007، وفيما يتعلق بتطور الموجودات المصرفية حسب التجمعات الفرعية ، فقد سجلت موجودات مصارف دول مجلس التعاون الخليجي أعلى نمواً بنسبة 26.5 %، تلاها زيادة موجودات المصارف الدول النفطية الأخرى بنسبة 12.2% خلال الفترة نفسها.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي المردود ، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية و تحديات الأزمة المالية العالمية ، مرجع سابق ذكره ، من 25.

² عبد الحميد عبد المطلب ، السوق العربية المشتركة ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 221، 222 - 133 -

٤- تزايد الاتجاه نحو التكيف بدرجات متزايدة مع التغيرات المصرفية العالمية والعملة المالية ، من أجل تعليم الاستفادة من الفرص التي تتيحها هذه التغيرات ، وقد نتج عن هذا الاتجاه الدخول في إستخدام خدمات مصرفية جديدة مثل تقديم بطاقات الإئتمان والصراف الآلي ، وإستخدام الصيرفة الإلكترونية ، وتقديم الخدمات المصرفية عبر الانترنت.

الفرع الثاني: تحرير أسواق الأوراق المالية العربية .

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية إنفتاحاً أمام حركة الإستثمارات الأجنبية ، وقد بدأ هذا الإنفتاح أكثر وضوحاً بتقييع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة في ديسمبر 1997 حيث أصبحت هذه الأسواق أكثر إنفتاحاً ، وإن كان ذلك قد تم بدرجات متفاوتة تتراوح بين الإنفتاح المطلق بدون قيود كما في مصر ، لبنان ، تونس والمغرب وبين الإنفتاح المقيد بشروط وبنسب معينة للإستثمارات الأجنبية في السوق كما في أسواق رأس المال الخليجية وبعض الأسواق العربية الأخرى^١ .

أي أن أسواق رأس المال العربية تختلف أو تتفاوت من حيث إلتزامها بمستوى تحرير بورصاتها .

ففي مصر ومقتضى قانون رقم 95 لسنة 1992 سمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسنداوات المتداولة في السوق المصرية بدون أي قيود ، باستثناء ما هو منصوص عليه في قانون الشركات الذي يمنع الأجانب من الاستثمار باسم الشركة .

وفي الكويت يعتبر قانون الاستثمار المباشر وغير المباشر رقم 20 لسنة 2000، الذي يميز غير الكويتي تملك وتداول الأوراق المالية في شركات المساعدة الكويتية كما يميز تأسيس شركات ، كما يسمح بمتلك وتداول الأسهم في الشركات الكويتية للمساعدة في جميع قطاعات الاقتصاد منذ عام 1987² .

أما في البحرين سمع المرسوم رقم 10 لعام 1999 لمواطني دول الخليج بمتلك ما نسبته 100% من رؤوس الأموال الصادرة ، والمدفوعة للمشروعات المساعدة المسجلة لدى سوق البحرينية للأوراق المالية ، كما أجاز للمستثمرين الآخرين من غير دول الخليج بمتلك ما نسبته 49 من رؤوس الأموال الشركات المساعدة دون تمييز بين المستثمرين بين العرب والأجانب

¹ صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، التصدير السابع ، 2004 ، ص 15.

² رشيد بو كسلاني ، مرجع سبق ذكره ، ص 291.

كما قامت أيضاً الأسواق العربية بوضع التعليمات للإفصاح ومعايير المحاسبة والتدقيق تتفق مع المعايير الدولية ، وذلك تعزيزاً لمبدأ الشفافية وحماية المستثمرين وزيادة مصداقيتها ، كما ألزمت الشركات المدرجة فيها بالإفصاح عن بياناتها المالية بشكل ربع ونصف سنوي¹.

وقد تم إخضاع العديد من القوانين والأنظمة إلى تعديلات وإصلاحات استهدفت تحسين البنية التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية وتحقيق المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح ، وسلامة وعدالة التعامل في هذه الأسواق ، وفي هذا السياق ثم الاعتماد في قطر خلال عام 2003 على لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة وإضافات جديدة تغطي مختلف الجوانب² ، وفي السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم ، الذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق وهذا القرار يساهم في تسهيل عملية إدراج الشركات ويعمل على تحسين بيئة الاستثمار ويزيد من شفافية السوق³.

المطلب الثاني: تحديات الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.

نتيجة لإتباع الأسواق المالية العربية لسياسة التحرير المالي وإن كان التوجه إليها ضرورة حتمية فسوف يترتب عليه آثار وتحديات يمكن إجمالها فيما يلي:

الفرع الأول: الأزمات كتحدي أمام أسواق رأس المال العربية.

في ظل إيمارات التحرير المالي التي تفرض إلغاء كل وابط الصرف وذلك بإعتماد سعر صرف مغير يحد وفق تغيرات قوى السوق ، هنا من جهة وكذا فتح حساب رأس المال الذي يعني حرية إنتقال الأموال من و إلى إقتصاديات الدول العربية ومن ثم لأسواقها المالية ، وفي إطار فتح أسواق رأس المال العربية بما يعني تخفيف القيود⁴، قد تكون كل هذه الإجراءات بمثابة خطر بالنسبة لأسواق رأس المال العربية ، هذا من شأنه أن يضعها في تحدي التعرض للأزمات المالية ، وينشأ خطر تعرض أسواق رأس المال العربية للأزمات في حالتين هما⁵:

¹ حيدر نعمت بخيت ، نصر محمود مزنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 9.

² نفس المرجع ، ص 9.

³ حيدر نعمت بخيت ، نصر محمود مزنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 9.

⁴ عبد الغني حميري ، دور التحرير المالي في الأزمات و التغير المالي ، مرجع سبق ذكره ، 2009 ، ص 16.

⁵ مثل حال الخطيب ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال ، دار مجلاوي للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص من 145-146.

أولاً: حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة.

وذلك لإعتبارها من الأموان المساحنة التي تسعى إلى للمضاربات وقد يكون الدافع وراء التدفقات وجود احتلالات في السوق ، أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية و الدولية، كما يمكن أن تحدث هذه الحالة بسبب صدمة سلبية تنشأ عن تطور سياسي غير متوقع ، أو تغير في نسبة الضرائب المفروضة و التي تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات ، حيث يفضل المستمر الأجنبي أن يحول أمواله على الخارج عن طريق بيع ما يحوزته من أوراق مالية محلية يترب عليها إذا ما حدث بصفة حماعية آثار سلبية على أسواق رأس المال العربية.

ثانياً: حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدول المضيفة.

ويحدث ذلك غالباً في حالة حدوث صدمة ترداد على إثرها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، فيترتب عليها توسيع في حجم الأصول الأخلاقية وزيادة في الطلب على السلع الأخلاقية ، وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم ، وعموماً أياً كانت الحالة سواء دخول أو خروج لرؤوس الأموال بصورة مفاجئة ، فإن التقلبات في أسعار الأصول المالية وما يترتب عليها من تقلب في أسعار الصرف و القائدة مثل مصدراً من معايير عدم اليقين عن المستثمرين المحليين والأجانب من الاستثمار في الاستثمار.

الفرع الثاني: أسواق رأس المال العربية أمام تحدي هروب رؤوس الأموال العربية.

أمام فتح أسواق رأس المال العربية و تحررها من القيود المفروضة عليها، هذا مما يضع هذه الأسواق أمام تحدي هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج ، وذلك في ظل الفجوة التمويلية و المتمثلة في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقراضي و الإعارات مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية، حيث أن ما يقارب 800-2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية الأمريكية منها و تعود أسبابها إلى العوامل التالية¹:

أولاً: تدين فرض الاستئثار في البلدان العربية لقلة الأراضي مقارنة بالدول المتقدمة.

^١ صالح مفتاح ، فريدة معارف ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة الباحث ، العدد السادس ، جامعة ورك ، 2009 ، ص 192.

ثانياً: عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات و المؤسسات المالية العربية على إستثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجذب في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

ثالثاً: إنتشار الفساد الإداري والمالي و غياب الشفافية و التسهيلات أمام الإستثمارات العربية.

الفرع الثالث: تحدي إلتزام أسواق رأس المال العربية بالاتفاقية العامة لتحرير الخدمات.

يمكن تلخيص هذه الإلتزامات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(05): إلتزام أسواق رأس المال العربية بالاتفاقية العامة لتحرير الخدمات.

البلد	الالتزام(في إطار الاتفاقية).
البحرين	- سمحت بالتوارد التجاري للشركات الأجنبية في مجال تداول الأوراق المالية. - لا توجد أية قيود على تواجد شركات الوساطة والاستشارات المالية شرط اخضاعها على توثيق مسبق.
مصر	- لاتوجد قيود للنفاذ إلى الأسواق بالنسبة لأنشطة التسوية والمقاصة والإصدار. - جعلت الباب مفتوحاً أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالي، بكامل الحرية وفي كافة أنشطة البورصة من خدمات الكتاب و الوساطة ،السمسرة ،التداول ،التسوية و المقاصة ،الترويج و إدارة الحافظة المالية.
المغرب	- لم تضع أية قيود على الحضور التجاري للشركات الأجنبية، سواء بهدف إقتناء الأوراق و تداولها أو المشاركة في إصدارها، أو تقديم الخدمات و الاستشارات المالية أو نقل المعلومات المالية وأساليب معالجتها.
قطر	- لاتوجد أية قيود على النفاذ للأسوق بما يتعلق بتزويد الخدمة غير المحدود أو الاستهلاك الخارجي وإن كانت هناك بعض القيود على التواجد التجاري لنفروع البنك الأجنبي.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على : شذا جمال الخطيب ، مرجع سابق ذكره ، ص 132.

إضافة إلى ذلك يمكننا تلخيص الآثار الإيجابية لاتفاقية تحرير الخدمات على أسواق رأس المال العربية في النقاط

التالية¹:

أولاً: زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية المحلية و جذب الإستثمارات الخارجية ، فمع تدرج ظاهرة تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي و افتتاح الأسواق على بعضها البعض، ترداد كفاءة الأسواق المالية العربية بما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية.

ثانياً: القيام بأعمال مالية شاملة و تعزيز الوساطة المالية.

ثالثاً: تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج وذلك من خلال إقرار الجهات في ملحقها الخاص بالخدمات المالية لمبدأ عدم التمييز في المعاملة بين الدول الأعضاء، و إقامة التعامل متعدد الأطراف ، مع التركيز على ضرورة إزالة القيود و العوائق في وجه تحركات المؤسسات المالية و التدفقات الرأسمالية هذا من شأنه أن يساهم في تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج.

المطلب الثالث: أساليب مواجهة تحديات التحرير المالي في الأسواق المالية العربية.

ضمن الإنفتاح المالي الذي عرفته أسواق رأس المال في الدول العربية، هذا يجعلها تسعى جاهدة لتحقيق أقصى استفادة بتعظيم النافع و تقليل المحاطر الناجمة عن عمليات تحرير حساب رأس المال ، و يمكنها أن تتحقق ذلك بإتباعها لسياسة تحوطية لمواجهة الأزمات المالية الحمولة، هذا من جهة و كذا قيامها بتطوير أسواقها من خلال تدعيم بينها المؤسسية، وتحفيز جانبي العرض و الطلب فيها مما يؤدي إلى زيادة كفاءتها و قدرها التنافسية في مواجهة المنافسة الأجنبية و هو ما سيتم التعرض له في هذا المطلب.

الفرع الأول: التحوط ضد الأزمات في أسواق رأس المال العربية.

للحوط ضد الأزمات في ظل سياسة التحرير المالي الذي عرفته أسواق رأس المال العربية لابد من:

أولاً: فرض، قيود على بعض التدفقات لرؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها.²

ثانياً: تبني سلامة النظام المالي و المصرفي، لأن التجارب أكدت أن عدم مراعاة معايير السلامة من شأنه أن يؤدي إلى حدوث أزمات مالية.³

¹ شنا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 143.

² نفس المرجع ، ص 148.

³ عبد الغني حربيري ، دور التحرير المالي في الأزمات و العجز المتصري ، مرجع سبق ذكره ، ص 17.

ثالثاً: توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال منها¹:

١- توفير إحتياطات تكفي لتفطية الدين قصير الأجل.

٢- خطوط الإئمان للطوارئ ، وهو كأسلوب للحد من تكلفة إحتفاظ الدول بإحتياطي مرتفع ، و يتمثل ذلك باتفاق بين دولة ما و المقرضين الدوليين، يتعهد بوجه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الإتفاق مبلغًا يتفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة، على أن يكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت، كما يتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة وهي أقل من ١% من المبلغ المتفق عليه.

الفرع الثاني: تطوير أسواق رأس المال العربية .

ويضم هذا التطوير عدة جواهير تلخصها فيما يلي:

أولاً: توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق وحماية الأطراف

المتباينة²، وذلك من خلال³:

١- تعزيز الدور الرقابي لنسوق، من خلال الرقابة على الشركات المدرجة في السوق و الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار، وكذا الرقابة على التداول.

٢- تعزيز الشفافية والإفصاح، من خلال تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها، والرام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي و الأجنبي من تقييم أداء هذه الشركات؛ وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

٣- تعميق الوعي الاستثماري.

٤- تعديل الأنظمة التسوية.

¹ شذا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 151.

² عيسى محمد الغزالي ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد السابع والعشرون ، 2004 ، ص 11.

³ صالح مفتاح ، فريدة معاري ، مرجع سبق ذكره ، ص 192.

5-الربط والتعاون بين البورصات العربية وذلك بإنشاء شبكة إتصالات عربية متطرفة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، إضافة إلى إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيراً على افتتاح الأسواق المالية العربية، وزيادة إرتباطها ضمماناً لتدفق رؤوس الأموال.

ثانياً: القدرة على توفير و إعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، و دعم الإستثمارات ذات الأجال المختلفة¹.

ثالثاً: تطوير حجم السوق من خلال جانب الطلب بتنمية قاعدة المستثمرين المؤسسين، وزيادة العائد النسبي للإستثمار في الأوراق المالية ، تعميق الوعي الإستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد و تحفيز الطلب الأجنبي و المحافظة على استقرار السوق، وفي جانب العرض من خلال تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم، وتنمية الأدوات والآليات المستحدثة².

رابعاً: إعادة النظر في مفهوم دور سوق رأس المال بحيث يتم بسطها بأهداف أكثر عملية ووشوح وقابلية للتنتفيا، بعيداً عن الشعارات المخدرة³.

خامساً: توجيه الإستثمارات العربية داخل الإقليم العربي و يتحقق ذلك بمحث مؤسسات القطاع الخاص العربي على توجيه إستثمارها داخل الدول العربية ، مع تقديم ضمانات كافية و عوامل جذب تجعل المستثمر العربي أكثر ميلاً للإستثمار في المنطقة العربية، و لعل الآلية المناسبة لذلك هي إنشاء منطقة إستثمارية عربية تكون عضويتها لكل الدول العربية لفتح كل القطاعات الاقتصادية العربية أمام المستثمرين العرب، وتشجيع إنتقال المستثمرين العرب و العمالة الماهرة و الفنية المهنية بين الأقطار العربية⁴، كل هذا من شأنه أن ينعكس على أسواق رأس المال في الدول العربية.

من خلال ما تعرضا له يمكننا الوصول إلى خلاصة مفادها أن سياسة التحرير المالي في الأسواق المالية للدول العربية لاتزال في مراحل مبكرة.

¹ عيسى محمد الغزالي ، مرجع سابق ذكره ، من 11.

² شذا جمال خطيب ، مرجع سابق ذكره ، ص 153-164.

³ مصطفى يوسف اللوزي ، التجديد العربي (دور إقتصادي) ، عن موقع : www.arabrene.info/wal تاريخ الإطلاع : 2012/5/6.

⁴ سليمان بلحور ، التكامل الاقتصادي العربي و تحديات المظمة العالمية للتجارة ، مجلة الباحث ، العدد السادس ، جامعة ورقلة ، 2008 ، ص 65.

المبحث الثالث: كفاءة السوق المالي المصري

يتمتع السوق المالي المصري بسمات عديدة أهلته بأن يتربع بمكانة كبيرة في وسط الأسواق المالية العربية ، وعليه تم التعرض في هذا البحث إلى السوق المالي المصري من حيث النشأة والتطور ، و كذلك التعرض إلى كفاءة سوق رأس المال المصري.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي المصري.

يتكون السوق المالي المصري من سوق النقد الذي يتعامل في مجال الأوراق المالية فصيلة الأجل ، و سوق رأس المال الذي يتعامل في مجال الأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل ، وستعرض في هذا المطلب إلى كلا السوقين مركبين على القطاع المصرفي كأهم متدخل في سوق النقد وكذا على سوق الأوراق المالية المصري كأهم جزء في سوق رأس المال وهذا مهدف إسقاط دراستنا النظرية على السوق المصري بشقيه.

الفرع الأول: نشأة وتطور القطاع المصرفي في مصر.

أولاً: النشأة.

تعود نشأة المصارف في مصر إلى القرن التاسع عشر، حيث عرفت نهاية هذا القرن تأسيس المصرف الأهلي المصري (مصرف بخاري) بمشاركة رؤوس أموال أجنبية، مساهمة برأس مال إنجليزي وذلك سنة 1898، لتمويل التجارة و المعاملات الدولية ، فضلا عن تواجد عدد من الفروع للمصارف الأجنبية العاملة في مصر ، وفي سنة 1920 تم تأسيس بنك مصر بوصفه أول مصرف برأس مال وإدارة مصرية، إذ لم يقتصر نشاطه على تمويل العمليات التجارية فحسب بل إمتد إلى تأسيس شركات زراعية وصناعية وتجارية تعمل في مجالات متعددة، وقد أدى البنك الأهلي بعض وظائف البنك المركزي (كاحتكاره لإصدار الأوراق النقدية)، و استمر بوظيفته هذه حتى عام 1920، عندما صدر قانون رقم 250 و الذي تم بموجبه تقسيم البنك الأهلي المصري إلى مصرفين أحدهما يدارس أعمال الصيرفة المركزية وهو البنك المركزي المصري، و الثاني مصرف بخاري و هو البنك الأهلي المصري ويقف البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي الذي يتكون من المصارف التجارية ، التابعة للقطاعين العام والخاص ، والمشترك ومصارف الاستثمار والأعمال و المصارف المتخصصة ، هذ وبعد البنك المركزي مسؤولا عن إستقرار سوق

النقد وذلك في ضوء السلطة التي يباشرها على باقي المؤسسات المكونة له و بما يضعه و ينفذه من سياسات تكفل الأداء الفاعل لهذا النسق في تحقيق التوازن النقدي و الاستقرار الاقتصادي¹.

ثانياً: تطور القطاع المصرفي في مصر.

شهدت مصر عملية تطوير مستمرة لقطاع البنوك وذلك من أجل رفع مستوى أدائه ودوره في الاقتصاد الوطني، وستحاول تلخيص أهم المراحل التي مر بها القطاع المصرفي من خلال الجدول التالي:

^١ عباس كاظم حاسم الداعمي ، مرجع سابق ذكره ، ص 137.

المجدول رقم(٥٦): مراحل تطور القطاع المصرفي في مصر.

المرحلة	الفترة	التطور الحاصل
عصير البنك	1952-1960	<ul style="list-style-type: none"> - تكون هيكل الجهاز المصري من بنوك تابعة للأجانب . - تحويل البنوك إلى شركات مساهمة مملوكة للمصريين.
التأميم و التخصص التوسيعي	1960-1966	<ul style="list-style-type: none"> - تأميم البنك و قيام المؤسسة المصرفية العامة للبنك. - إنشاء البنك المركزي عام ١٩٦١ ككيان مستقل. - تكون وحدات مصرية كبيرة الحجم قادرة على المشاركة بنسبة كبيرة من تحويل خطط التنمية. - ظهور البنوك المتخصصة إلى جانب البنك المركزي.
النخصص الوظيفي	1967-1973	<ul style="list-style-type: none"> - تخصص البنك على أساس وظيفي حسب النشاط فيما يتعلق بالقطاع العام. - أصبح الجهاز المصري المصري يتكون من ٤ بنوك تجارية تابعة للقطاع العام و ٣ بنوك متخصصة. - لم يحدث تطوير يذكر على أداء الخدمات المصرفية.
افتتاح البنك	1974-1982	<ul style="list-style-type: none"> - بداية تطبيق لسياسة الافتتاح الاقتصادي. - تشجيع الاستثمار العربي والأجنبي. - وجود بنوك لا تخضع لرقابة البنك المركزي وغير مسجلة لديه، تتبعها قوانين خاصة مثل: المصرف العربي الدولي والمصارف الإسلامية. - زادت درجة المنافسة بين البنوك. - زاد اهتمام الجهاز المركزي في القطب الثاني (الإسكندرية) والإنتاج الصناعي.
ضبط أداء البنك	1982-1990	<ul style="list-style-type: none"> - إنحدار العديد من الإجراءات لمكافحة مظاهر الإضطرابات المصرفية التي حدثت بسبب الاندماج السريع في الممارسات المصرفية. - تقوية البنك المركزي في إحكام الرقابة على البنوك. - وضع ضوابط على منح الإئتمان. - إنشاء السوق المصرفية الحرية للنقد الأجنبي في ١٩٨٧.
مرحلة الإصلاح المالي الشامل	1990-1995	<ul style="list-style-type: none"> - تم تحديد سعر الفائدة و تحديد سعر الصرف و تغير آلية تحويل عجز الموازنة العامة لأذون الخزانة. - أصبح الجهاز المصري أكثر إيجابية مع التطورات الجارية حيث أصبح يلعب دور في تشغيل سوق الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار وأذون الخزانة و شراء أسهم شركات قطاع الأعمال التي تم تحصيدها.
المرحلة الراهنة	1990-الآن	<ul style="list-style-type: none"> - تبني عدة سياسات وإجراءات لزيادة دور الجهاز المصري في تحويل الاستثمار وجعل البنك أكثر فدراً على التعامل مع متطلبات السوق. - تبني برامج لإصلاح وتطوير البنك و إعادة رسميتها و دمج الكيانات الصغيرة منها. - تحقيق تطبيق كفوء لقواعد الرقابة المالية والإشراف. - تطوير نظم المعلومات بالجهاز المصري و استخدام التكنولوجيا الحديثة.

المصدر: مراحل تطور القطاع المصرفي المصري ، عن موقع : web.worldbank.org/Content/MDK2251117 ، تاريخ الإطلاع

2012/06/10

من خلال هذا الجدول حاولنا التعرف وبصورة عامة على المراحل التي عرفها الجهاز المصرفي منذ نشأته، إلا أنها ستفصل أكثر في مرحلة الإصلاح التي شملت تحرير الجهاز المصرفي من القيود التي كانت مفروضة عليه، فيما يلي من البحث.

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في مصر.

سوف نتعرض في هذا الفرع إلى نشأة سوق الأوراق المالية في مصر وكذا هيكله التنظيمي.

أولاً: نشأة و مراحل تطور سوق الأوراق المالية في مصر.

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات في العالم، فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1888 و تم إنشاء بورصة القاهرة عام 1903 ، و تعتبر البورصة المصرية كمؤسسة واحدة ولكن بموقعين مختلفين، حيث تستخدم كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية نفس نظام التداول و نفس قاعدة البيانات و لديهم نفس مكتب مجلس الإدارة، هذا و يتم تعيين رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية من قبل رئيس مجلس الوزراء لفترة 3 سنوات قابلة للتجديد، و يتم إنتخاب 60% من أعضاء مجلس إدارة البورصة من قبل الشركات المعاملة في السوق كشركتات السمسرة ، و شركات إدارة صناديق الاستثمار و بنوك الاستثمار ، أما باقي الأعضاء فيتم تعيينهم إلى عضو من هيئه سوق المال، عضو من البنك المركزي و عضويين من إتحاد البنوك.

شهدت سوق الأوراق المالية في مصر تطورات عديدة جسدها المراحل التالية التي ستحاول تلخيصها في

جدول كما يلي:

الجدول رقم(07): التطورات التي شهدتها سوق الأوراق المالية في مصر

التطور	المرحلة
<ul style="list-style-type: none"> -تأسيس السوق الذي يتصف بالحدودية والضالة في بداية نشاطه. -بدأ في الانتعاش بعد صدور لائحة البورصة سنة 1907. -صدور قانون سنة 1953 الذي منح تسماسرة وحدهم إمتياز التعامل في الأوراق المالية . 	منذ النشأة إلى صدور قوانين التأمين.
<ul style="list-style-type: none"> -عرفت مجموعة من الإجراءات التي تكرس التحول إلى الاتجاه الإشتراكي. -تنقص حجم القطاع الخاص المصري والأجنبي مما أدى إلى تجميد السوق الأولية . -إنكمش سوق تداول الأوراق المالية . -فقدت السوق أهميتها كمركز للتعامل في الأسهم بسبب ضعف عائد الأوراق المالية. 	مرحلة التأمين .
<ul style="list-style-type: none"> -في 1971 أعلنت مصر إنتهاج سياسة الإنفتاح الاقتصادي ، ومنه تم إعادة تشطيط سوق الأوراق المالية في مصر. -قلة عرض الأوراق المالية و ضعف الإصدارات و عدم تنمية متطلبات الإفصاح و ضعف آلية التنظيمية للسوق كلها عوامل أعاقد تطور و ثغر السوق. 	مرحلة الإنفتاح الاقتصادي .
<ul style="list-style-type: none"> -بلورت السوق المصرية في صورتها الحالية بأدواتها و مؤسساتها و بنيتها التنظيمية . -صدور قانون 1992 الذي ينص على إيلاء أهمية للإفصاح عن المعلومات بإعتبارها تعكس شفافية السوق ، و تشجيع المدخرين على الاستثمار بمواردهم بمحية دون أية قيود مع توفير المعلومات الازمة التي تمكنهم من إتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب و بالسرعة الازمة. 	مرحلة الإصلاح الاقتصادي .

المصدر : الموقع الرسمي لبورصتي القاهرة والإسكندرية ، www.egypt.com

ثانياً: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في مصر . ويتكون من :

1- الهيئة العامة لسوق المال :

تم إنشاؤها عام 1979 وبدأت نشاطها عام 1980، بهدف العمل على تنظيم وتنمية سوق المال وقدرت كذلك إلى تحقيق الأهداف التالية¹:

- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال وتحقق من سلامتها ووضوحيها وكشفها عن الحقائق.
- مراقبة سوق رأس المال لتأكد من أن التعامل يتم على الأوراق المالية ، سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو التنصب أو المضاربات الوهمية.

2- البورصة :

هي سوق منظم و لها قواعد تحكمها و يتم فيها عمليات بيع و شراء الأوراق المالية من خلال شركات المسمسرة ، وفي مصر لا يجوز قيد الورقة المالية في أكثر من بورصة ولا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أي بورصة خارجها ، ويتم قيد و تداول الأوراق المالية في مصر في نوعين من الجداول.

- القيد في جداول رسمية ، و التي تقيد أسهم شركات الإكتتاب العام ، الأوراق المالية التي تصدرها الدولة و تقلن في الإكتتاب ، وتالى الإستمار المعروفة من قبل شركات عسافين الإستمار.
- القيد في جداول غير رسمية ، تقيد فيها الأسهم و غيرها من الأوراق المالية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية.²

3- نظام التداول:

عملت البورصة المصرية على تطور نظام التداول بها حيث تم تطبيق نظام لتداول الأوراق المالية عبر الأنترنت في 20/7/2006 ، وهو ما يمثل نقلة نوعية للبنية التكنولوجية للبورصة المصرية ، وذلك بهدف تسهيل عملية التداول على المستثمرين ، وتنميتهم من إدارة محافظهم الاستثمارية ، بالإضافة إلى زيادة الإستثمارات الأجنبية في السوق المحلي.

¹ محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 143، 144.

² عاطف وليم اندر اون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 142 . - 146 -

4- نظام التسوية و المقاصة و الحفظ المركزي:

تم تأسيس شركة مصر للمقاصة و التسوية و الحفظ المركزي في أكتوبر 1996 لتطبيق نظام المقاصة و التسوية المالية و الحفظ المركزي في مصر، بما يتفق مع الأنظمة العالمية و يهدف هذا النظام إلى الحفاظ على الأوراق المالية المتداولة في سوق المال و تحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل و التبسيط و الإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين، بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة و تنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة و تطبيق نظم التسلیم مقابل الدفع.

المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في البورصة المصرية.

تعددت الأدوات التي تتداول في البورصة المصرية و سنجاول من خلال هذا الطلب التعرف على أهمها

كمالي¹:

أولاً: الأسهم.

هي التي تصدرها الشركات المنشأة في ظل قوانين الاستثمار ، و شركات المساعدة العاملة في مجال الأوراق المالية ، و التي إستحدثها قانون سوق رأس المال ، و تسيطر الأسهم التي تأخذ شكل أسهم عاديأغلب تعاملات البورصة المصرية في حين تقص الأسهوم الممتازة.

ثانياً: السندات .

تُميز في البورصة المصرية بين السندات التالية :

1- سندات حكومية: تصدرها الحكومة للإنفاق العام ، ويوجد 3 أنواع للسندات التي يتم التداول عليها

في البورصة المصرية هي سندات الخزينة ، سندات الإسكان ، سندات التنمية.

2- سندات الشركات : هي صكوك مديونية تصدر من قبل الشركات لتمويل التوسعات و التطوير

وشراء معدات حديثة

¹ عمار صافى : مرجع سبق ذكره ، ص 134.

ثالثاً: صناديق الاستثمار.

تعتبر صناديق الاستثمار في مصر حديثة العهد تم استخدامها بموجب قانون سوق رأس المال سنة 1992 كمؤسسات مالية تستهدف تجميع المدخرات ، و إستثمار أموال المدخرات في الأوراق المالية ، و بلغ عدد الصناديق في 2005 إجمالي 30 صندوق إستثماري منها 8 مسجلة بالخارج.

رابعاً: شهادات الإيداع الدولية.

هي شهادات تعادل قيمة السهم أو أحد مضاعفاته ، يتم تداولها في البورصات العالمية ، الأمر الذي مكن العديد من الشركات المصرية من القوافل في الأسواق العالمية من خلال طرحها أسهم بهذه السوق ، وهو ما يعزز صورة البورصة المصرية عالمياً ويزيد من جاذبية المستثمرين الأجانب إليها.

إن إصدار شهادات الإيداع الدولية له عدة مزايا :

1-تساعد على زيادة رأس المال زيادة كبيرة ، الشيء الذي قد يكون صعباً في السوق المحلي.

2-تسمح بدخول الشركة إلى الأسواق العالمية مما ينوع من حملة الأسهم للشركة.

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية المصري .

ياعتبر أن نظام المعلومات له أهمية بالغة في الفصل في كفاءة السوق ستحاول من خلال هذا المطلب التعرف على واقع هذا النظام في مصر . كما يلي:

الفرع الأول: مصادر المعلومات في السوق المصري.

نلخصها في¹ :

أولاً: المصادر الحكومية.

عنيت الحكومة بتوفير المعلومات بإعتبار أن ذلك هو المدخل الأساسي لتحقيق كفاءة السوق ، حيث يصدر كل من البنك المركزي ووزارة الاقتصاد تقارير سنوية و فصلية و شهرية ، تتضمن كافة مؤشرات أداء الاقتصاد المصري ، كما تصدر الهيئة العامة للسوق وإدارة البورصة تقارير دورية عن نشاط سوق الوراق المالية بمصر.

¹ عاطف وليم اندراؤس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق ذكره ، ص ص 412، 413 .

تأسيساً على ما سبق تعتبر المصادر الحكومية للمعلومات غير كافية لتنمية إحتياجات المستثمرين من المعلومات اللازمة لصياغة قراراتهم الاستثمارية ، الأمر الذي يحد من كفاءة سوق الأوراق المالية بمصر.

ثانياً: شركات الأوراق المالية(شركات السمسرة).

تقوم هذه الشركات بتوفير معلومات تفصيلية عن الاستثمار في الأوراق المالية ، لكن دورها يعتبر محدود للغاية في أداء مهمة توفير المعلومات في السوق المصرية.

ثالثاً: الشركات المسجلة بالسوق.

حيث تلتزم هذه الشركات بمتطلبات الإفصاح عن المعلومات عند التسجيل في السوق ، وبعد عملية التسجيل.

الفرع الثاني: واقع نظام المعلومات في بورصة مصر.

كما سبق لنا التعرض لمفهوم نظام المعلومات في الفصل الأول ، على هذا الأساس ، فإن أسعار الأسهم في البورصة المصرية تتحرك وفقاً لاختلاف كمية ونوعية المعلومات الواردة للبورصة ، حيث أن أحد المقومات الأساسية الواجب توفرها في سوق الأوراق المالية ، يتمثل في قدرة السوق على توفير المعلومات المؤثرة في أسعار الأسهم لجميع المتعاملين في توقيت واحد ، فإذا ما تحقق ذلك تصبح الأسعار الجارية هي ناتج المعلومات الموفرة .

حيث يتضح في دراسة تطبيقية لأحد الباحثين أن أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرون في تقسيم آداء الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر تمثل في كمية التداول ، سعر الإغفال ، سعر الفتح.

كما أن المتتبع للبيانات المالية التي تنشرها الشركات في مصر كمصدر من مصادر المعلومات اللازمة للقرار الاستثماري يرى أنها¹:

أولاً: لتحقق الإفصاح الكامل .

ثانياً: عدم صدورها في التوقيت المناسب .

ثالثاً: لا تختوي على معلومات مالية فقط.

¹ أحمد رجب عبد الملك ، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأوراق المالية ، مجلة كلية التجارة الحرفية ، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول ، 2007، ص 102.

رابعاً: الإختصار في عرض البيانات.

ونتيجة لذلك فقد أوضح الخبراء والسماسرة إلى أن القوائم المالية تعد الحد الأدنى من البيانات و المعلومات التي تساعد المستثمر على إتخاذ قراره الاستثماري، وهذا ما يجعل المتعاملون في البورصة المصرية يتجاهلون و يهملون هذه النتيجة و يعتمدون أكثر على المضاربات الناتجة أساساً عن قلة المعلومات المتاحة ، و سنوضح هذا في المثال التالي:

جدول رقم(08): مثال عن المعلومات وإنعكاسها في السعر في سوق الأوراق المالية المصرية.

إنعكاسها في السعر.	المعلومة	الشركة
بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى.	زيادة أرباحها بنسبة 44% خلال الربع الأول من 2006.	الشركة المصرية للاتصالات .
بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى.	زيادة أرباح الشركة ضعفين في 2008.	شركة مصر للأليوم.
بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس الفترة.	حققت صافي أرباح عن الفترة المنتهية في 2006 بلغت 310519274 مقارنة بصافي ربح قدره 252.0003.270 خلال 2005.	الشركة المصرية لخدمات التلفزيون.
تدنى أسعار الأسهم مقارنة بالأسعار التي كانت عليها رغم تحسن أداء الشركة.	حققت أرباح قدرها 22.179.504 عن الفترة يناير - مارس مقارنة بصافي أرباح قدره 24.526.77 عن نفس الفترة من عام 2005.	شركة الماسجون الشرقيون.
بقاء أسعار الأسهم كما هي عليه عند نفس المستوى.	حققت أرباح قدرها 49.0722.00 عن الفترة الأولى من عام 2006 مقارنة بصافي أرباح قدرها 40.001.000 عن نفس الفترة من عام 2005.	الشركة العربية لخليج الأقطان.
ارتفاع أسعار الأسهم في 2006.	الإعلان عن موافقة هيئة السوق المال السعودية على الترخيص للشركة بمزاولة النشاط بالملائكة.	المجموعة المالية هيرميس القابضة.

المصدر: أحمد رجب عبد الملك ، مرجع سابق ذكره ، ص 103.

من خلال الجدول نستخلص:

1- تركيز الشركات على الإفصاح المالي فقط على نوع من المضاربات أي لا يوجد شفافية في عرض أحداث الشركة.

2- عدم تأثر أسعار الأسهم بزيادة الأرباح يرجع إلى تركيز المستثمرين على معلومات أخرى غير النتائج المالية و ذلك واضح من ارتفاع أسعار الأسهم للمجموعة المالية هيرمس نتيجة معلومات غير مالية . ومنه إنتهي أحد الباحثين إلى نتيجة مفادها ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر المعتمد على المعلومات المالية في مجال تسعير الأوراق المالية.

ويذكر البعض أهمية أن يشمل الإفصاح المعلومات غير المحاسبية إلى جانب المعلومات المحاسبية ، حيث يذكر أن المعلومات المحاسبية ماهي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء ، ولذا فإن هناك إحتمال أن يكون جزء من آثار المعلومة على أملاك و معاملات الأوراق المالية ، في سوق رأس المال الكفاء ناج عن المعلومات الأخرى وليس من المعلومات المحاسبية.

و الجدول التالي يوضح حالات لشركات تداول أسهمها في البورصة المصرية و تأثرت أسعار أسهمها بالمعلومات غير المالية.

جدول رقم(09): علاقة المعلومات غير المالية بغير سعر السهم في سوق الأوراق المالية في مصر.

إسم الشركة	المعلومات غير المالية و الشائعات التي أثرت في سعر السهم.	تغير السعر.
شركة أسمنت طرة	وجود عرض لشراء أسهم أسمنت طرة من قبل أحد المستثمرين.	من 19.5 إلى 60 جنيه.
شركة أوراسكوم تيلكوم.	وجود عرض لدخول مستثمر إستراتيجي لشراء حصة حاكمة.	من 40 إلى 66 جنيه.
الشركة القومية للأسمنت	تغير مجلس الإدارة	من 18 إلى 46 جنيه.

المصدر : أحمد رجب عبد الملك ، مرجع سابق ذكره ، ص106.

من خلال الجدول يمكن القول أنه لابد أن تتوحد المعلومات غير المالية في الحسابان ضمن محددات أسعار الأسهم.

من خلال ما سبق لنا التعرض له يمكن القول أن المعلومات المختلفة الواردة للسوق من شأنها أن تعكس على سعر الأسهم و بالتالي تكون بمثابة الحد الفاصل بين تحقيق كفاءة في السوق المصري أم لا، و حتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لجموع المستثمرين و لكنى أخذ من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة و المستثمرين و بين المستثمرين أنفسهم ، و لكنى نصل إلى السعر العادل للسهم لابد من التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي.

في ظل نظام الإفصاح بالبورصة المصرية فقد وافقت هيئة السوق على نظام الإفصاح الإلكتروني بالبورصة بإعتباره خطوة هامة نحو تسهيل عملية تدفق البيانات إلى البورصة و المعاملين في السوق : فهو يهدف إلى:

1- توفير المعلومات في الوقت المناسب.

2- تحسين عملية الإفصاح

3- تحقيق الشفافية.

4- سهولة الوصول للمعلومات المطلوبة.

5- تخفيف درجة عدم تماثل المعلومات.

كل هذا من شأنه أن يصل بالسوق إلى درجة معقولة من الكفاءة، ويأتي هذا النظام للإفصاح الإلكتروني في إطار خطة الهيئة لتعزيز النظم الإلكتروني لاسترجاع بيانات الشركات المقيدة بالبورصة و الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والذي تعده الهيئة لاستكمال منظومة الإفصاح لكافة الشركات الخاضعة لأحكام القانون 90 لسنة 1992 ، و لخدمة طاقة المستثمرين المحليين والأجانب و الأفراد و المؤسسات.¹

من خلال ما تقدم يمكن الإجماع على أن ضعف نظام المعلومات بسوق الأوراق المالية يعسر لم يزد بعده عقبة أمام الارتفاع بكفاءة التسعير في السوق وحسب عدة دراسات أجريت لاختبار كفاءة هذا السوق أكدت على² :

- محدودية المعلومات المتاحة عن الشركات المتداولة أسهمها في البورصة المصرية.

- ضعف الدور الذي يلعبه الوسطاء الماليون المتخصصين في توفير و تداول المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية . و كتيبة فإن السوق المصري يتميز بـ:

- ضعف كفاءة التسعير إذ أن الأسعار في هذه السوق لا تعكس المعلومات الواردة و المتوفرة دوما.

و في ظل هذا الضعف تسعى البورصة المصرية جاهدة للتحسين من أساليب الإفصاح وتطوير نظم المعلومات سعيا منها لتحقيق الكفاءة.

¹ أحمد رجب عبد الملك ، مرجع سابق ذكره ، ص106

² عاطف وليم أندراؤن ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ذكره ، ص 414

المبحث الرابع : السوق المالي المصري في ظل التحرير المالي.

جاءت سياسة التحرير المالي من أجل رفع القيود على نشاطات الأسواق المالية وذلك من أجل تعزيز تنافسية هذه الأخيرة وزيادة مستويات كفاءتها ، وللسوق المالي المصري تصب من هذه التحولات بحيث شهدت مصر خلال السبعينيات توجه جديد نحو برامج الإصلاح الاقتصادي والتكييف الخريجي و من بينها سياسة التحرير المالي و معرفة مدى إستفادة السوق المالي المصري من هذه التغيرات جاء هذا المبحث لمعاينة ذلك .

المطلب الأول : تحرير السوق المالي المصري .

شهدت السوق المالي المصري العديد من الإصلاحات والتطورات في جميع هيأكل السوق و ذلك ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي وسياسة التحرير المالي و التي شهدتها منذ بداية السبعينيات ، و يمكن إبراز أهم جوانب التحرير المالي التي مرت السوق المالي المصري فيما يلي .

الفرع الأول: تحرير القطاع المصرفي المصري

جاءت برامج تحرير القطاع المصرفي المصري في عدة نواحي منها إزالة إجراءات الكبح المالي التي كانت سائدة منذ أوائل السبعينيات ، وتحرير أسعار الفائدة و عمليات خصخصة البنوك و المؤسسات المالية و زيادة المنافسة و الانفتاح على العالم الخارجي و فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب .

بحيث تغير القطاع المصرفي المصري قبل سياسات التحرير المالي ، أي في أواخر الثمانينيات ، بمعدلات فائدة حقيقية سلبية ، وذلك بسبب معدلات التضخم المرتفعة بحيث وصلت في نفس الفترة ما بين 21% إلى 24% ، بالإضافة إلى سياسات القمع المالي ، بحيث كان هناك تشجيع للمستثمرين المحليين من خلال تقديم معدلات فائدة منخفضة للقطاعات المفضلة والتي لها دور في تحقيق التنمية الاقتصادية ، أي أن هناك تفضيل قطاع على آخر و هذا ما أدى إلى تدهور إقتصادي حاد تسبب في معدلات فائدة سلبية و الجدول التالي يوضح ذلك ¹ .

¹fouad mousa , *Libéralisation Financière Efficacité du Système Financier et Performance Macroéconomique , Enseignements pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban, Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques, Faculté de Droit et des Sciences Economiques, l'Université de Limoges, P12.*

جدول رقم (10): معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع قبل عملية التحرير

1991	1990	1989	
			معدل الفائدة الحقيقية على الودائع
-7.8%	- 4.7%	- 9.7%	

Source :foudeh mousa , Libéralisation Financière Efficacité du Système Financier et Performance Macroéconomique , Enseignements pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban, Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques, Faculté de Droit et des Sciences Économiques, l'Université de Limoges, P12.

حيث يتضح من الجدول أنه مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينات و التي تعتبر فترة ما قبل التحرير المالي في مصر، وحققت خلالها معدلات الفائدة على أسعار الودائع أسعار فائدة سلبية.

ونتيجة لهذه الآثار السلبية التي إبهرت على سياسة القمع المالي ، إنجهت مصر كغيرها من الدول العربية إلى تحرير قطاعها المصرفي وهذا ضمن سياسة التحرير المالي المتوجه في بداية التسعينات ، ويدرك إبرار أهم خاور تحرير القيم المالي في الممارسي في العناصر التالية :

أولاً : تحرير معدلات الفائدة :

حيث قامت السلطات المصرية وعلى رأسها البنك المركزي في جانفي 1991، يقرار حرية تحديد أسعار الفائدة على الودائع وعلى القروض بإزالة السقوف المفروضة عليها¹، وبالتالي أصبحت أسعار الفائدة تحدد من قبل البنوك بعدها كانت تحدد من قبل البنك المركزي على أساس التحرير الإداري أسعار الفائدة والائتمان المحلي²، مما يتيح هذه الأسعار بأن تكون إيجابية كما هو موضح في الجدول رقم(11)،

¹ أحمد البيل و آخرون ، التطور الهيكلي و المالي و النمو الاقتصادي حالة مصر 1974-2002 ، أوراق النقد العربي ، العدد السادس ، معهد السياسات الاقتصادية ، أبو غني ، 2004 ، ص 17.

² صندوق النقد العربي ، توزيع القطاع المصرفي الدول العربي و تحديات الأزمة المالية العالمية ، مرجع سابق ذكره ، ص 72.

جدول (11) : أسعار الفائدة الحقيقة في مصر ما بين 1990-2006

البيان	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
معدل التضخم	18.4	14.5	19.7	9.9	7.1	11.4	7.1	5.9	3.6
أسعار الفائدة على الودائع	12	12	12	12	11.8	10.9	10.5	9.8	9.4
أسعار الفائدة الحقيقة	6.4-	7.8-	7.7	2.1	4.7	0.5-	3.4	3.9	5.8
البيان	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
معدل التضخم	1.7	3.3	2.8	2.4	3.2	10.3	11.4	4.4	
أسعار الفائدة على الودائع	9.2	9.5	9.5	9.3	8.2	7.7	7.2	6.2	6.2
أسعار الفائدة الحقيقة	7.5	6.2	6.7	7.1	5.0	2.6-	4.2-	2.2	

المصدر : أحمد البيلل وآخرون ، العطور المركب والمالي و السعر الاقتصادي خلال مصر 1974-2002 ، أوراق اللند العربي ، العدد الناجع ، معهد السياسات الاقتصادية ، أبوظبي ، 2004، ص 17.

من خلال الجدول يتبين أن سياسة تحرير أسعار الفائدة بحثت في تحقيق معدلات فائدة حقيقة موجبة ، بحيث نجد أنها انتقلت من معدلات فائدة سلبية قدرت ب (-6.4%) و (-7.8%) سنوي 1990 و 1991 على التوالي ، لتصل في سنة 1992 محققة معدل إيجابي يقدر ب (7.7%) ، إلا أنه شهدت سنوات 1993، 1994، 2004، 2005، 2006 معدلات فائدة حقيقة سالبة و يرجع ذلك إلى إرتفاع معدلات التضخم ، إلا أنه في العموم يمكن القول أن سياسة تحرير الفائدة في مصر قد بحثت في تحقيق معدلات فائدة حقيقة موجبة بعد أن كانت سالبة في سنوات التسعينات .

ثالثاً : إلغاء القيود على نشاط البنوك

وتشمل إلغاء القيود المفروضة على البنوك وتمثل في :

- إلغاء السقوف الإتسامية على الإقراض المصرف الخاص و ذلك في أكتوبر 1992، و هذا إرتفاع معدل إقراض القطاع الخاص من (28%) من الناتج المحلي الإجمالي وذلك ع الحال إلى حوالي (42%) من الناتج

المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995، 2007) كما هو مبين في الجدول (12)، كما ثم إلغاء السقوف الائتمانية على القطاع العام في 1993 وتوحيد شروط الائتمان بين القطاعين العام والخاص، وفي نفس السنة سمح للمصارف بالقيام بعمليات بالعملة الأجنبية شريطة أن يكون المد الأدنى لرأس مالها 15 مليون دولار¹. و الجدول التالي يوضح ذلك

جدول رقم (12): معدل الإقراض للقطاع الخاص بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2007، 1995).

البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
مصر	32.7	36.5	41.2	47.7	52.9	52.0	54.9
البيان	2002	2003	2004	2005	2006	2007	200
مصر	54.6	53.9	54.0	51.2	49.3	46.4	54.9

المصدر : مسحوق النقد العربي ، أوضاع القطاع المصرفي الدول العربيات و تحديات الأزمة المالية العالمية ، مرجع سبق ذكره ، ص 62

يتبين من الجدول أن سياسة التحرير المالي ساهمت في زيادة منح القروض إلى القطاع الخاص بحيث تم الانتقال من معدل إقراض منخفض ب(32.7%) سنة 1995 إلى معدل إقراض (54.9%) سنة 2001 والتي أقصى ارتفاع شهدته في هذه الفترة ، وظلت معدلات الإقراض الموجهة إلى القطاع الخاص تتذبذب في حدود هذه القيمة في السنوات اللاحقة .

- كما تم أيضاً تحرير رسوم الخدمات و التكالفة المصرفية ، كما خفضت السلطات نسبة الاحتياطي القانوني الذي تلتزم البنوك بإيداعها لدى البنوك المركزية 25% إلى 15% ثم 14% على الودائع بالعملة المحلية (الجنيه المصري) ، ومن 15% إلى 10% على الودائع بالعملة الأجنبية ، و هذا و يشار إلى أن الاحتياطي

¹ أحمد البيل وأخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 17.

القانوني لا يستخدم كأدلة نشطة للسياسة النقدية ، ولا تدفع فوائد على الاحتياطات بالعملة المحلية وتدفع على إحتياطات العملة الأجنبية¹.

ثالثا: في مجال السياسة النقدية

كما ركزت السلطات المصرية على تطوير الأدوات النقدية غير المباشرة لذلك باشر البنك المركزي المصري بإجراء مبيعات علنية أسبوعية لأذونات الخزينة بهدف تعبئة المدخرات و إستخدامات آلية سوق لتحديد سعر الفائدة ، وقد ساعدت عملية بيع و إسترداد هذه الأدوات في ضبط إحتياطي المصادر و بالتالي ضبط الترsus في الإئتمان².

رابعا: إزالة القيود المفروضة على العملة

بحيث أنه مع نهاية 1991 ظلت إزالة القيود المفروضة على العملات الأجنبية وقد ألغت مصر جميع القيود التي كانت مفروضة على حركة رأس المال و النقد الأجنبي في 1994 و أصبح الجنيه المصري عملة قابلة للتحويل باكامل من دون آية قيود³.

الخامس: تحسين الهيكل الإشرافي والإطار التنظيمي

شملت أيضا عملية التحرير المالي إدخال إجراءات إحترازية جديدة تستهدف تحسين الإطار التنظيمي والهيكل الإشرافي ، حيث اعتبارا من 1991 تم تدرجيا إدخال قواعد إمترشادية خاصة بالتعامل مع النقد الأجنبي وكفاية رأس المال و تصنيف الموجودات و السيولة المصرفية و التدقيق الخاسي و ترکز الاستثمار بالخارج ، وهذا طبقا لقانون رقم (37) لسنة 1992 و القانون رقم 97 لسنة 1996 الخاص بتنظيم الرقابة على البنوك و الإئتمان . ولقد كانت البنوك الاستثمارية أسرع في تحقيق هذه المعايير من بنوك القطاع العام ، ويرجع ذلك إلا أن هذه

¹ عبد في النقد العربي ، أوضاع القطاع المصرفي الدول العربية و تحديات الأزمة المالية العالمية ، مرجع سبق ذكره ، ص 72.

² احمد البيل ، آخرون ، التطور الهيكلي و المالي والنمو الاقتصادي حالة مصر 1994، 2002 ، مرجع سبق ذكره ، ص 18.

³ Mohamed jaber chebi , existe-t-il un lienentre la libralization financier et les cris bancaires dans les pays emergennt ; rhp : wwwdouphine.fr /euriscie , page 20 , consulte le 12/04/2012.

البنوك تشارك فيها بنوك أمريكية وأجنبية أخرى تطبق معايير كفاءة رأس المال ، وكذلك يهدف تعزيز الشفافية بدأً اعتباراً من 1997 بإلزام البنوك بنشر تقاريرها المالية إستناداً إلى المعايير المحاسبية الدولية¹.

مادما: في مجال خصخصة البنوك

بحيث قامت السلطات المصرية من أجل تعزيز المنافسة اعتباراً من 1994 في تطبيق برنامج نشط لخصخصة البنوك ، فأصدرت بذلك توجيهات للمصارف المملوكة من قبل القطاع العام يحتمم عوجها بيع حصصها ، كما تم أيضاً إزالة القيد الذي يمنع الأجانب من تملك أكثر من (49 %) من رأس المال² .

الفرع الثاني : تحرير سوق الأوراق المالية في مصر

تعد سوق الأوراق المالية المصرية من أقدم البورصات التي شهدتها تاريخ الاقتصاد العالمي ، مقامة بالأسواق العربية الأخرى ، وقد شهدت البورصة المصرية إهتماماً كبيراً من قبل الدولة في ظل تحديات العولمة و التحرير المالي و برامج الإصلاح الاقتصادي ، وذلك في بدايات التسعينات من القرن العشرين وبداية فترة التحرير المالي ، والتي جاءت نتيجة للإنعكاسات السلبية لإجراءات التأميم و الكبح التي تبنتها الدولة بعد ثورة 1952 ، بحيث انخفض عدد الشركات التي تداولت أوراقها المالية في البورصة من 328 عام 1906 إلى 55 شركة عام 1975.

من هنا بدأت البورصة في مصر تختل مكانتها كسوق أوراق مالية قوية ، وعليه يمكن إدراج أهم التطورات الناجمة عن سياسة التحرير المالي و التي ساهمت بوصول البورصة المصرية إلى هذه المكانة فيما يلي:

أولاً: يمثل عام 1992 "عام إحياء البورصة" ، وذلك بصدور القانون رقم 95 لسنة 92 ، بدأً عهد جديد في سوق الأوراق المالية المصري الذي يعتبر حجر الزاوية لأنشطة تحرير و تطوير سوق الأوراق المالية ، حيث وافق صدوره برامج الإصلاح و التحرير المالي ، و التي تختلف في التقنيات الحديثة التي أدخلت أول مرة³

¹ عبد الغني حميري ، مرجع سابق ذكره ، ص 134.

² أحمد البيل و آخرون ، مرجع سابق ذكره ، ص 20.

³ ماجدة أحمد إسماعيل شلبي ، تطور أداء لسوق مالي المصري تطور أداء سوق الأوراق المالية المصري في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات ، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية المعرفة و القانون ، الإمارات العربية المتحدة ، 2007 ، ص 53.

ثانياً: في عام 1994 تم السماح بوضع تراخيص لزاولة نشاط السمسمة في الأوراق المالية وتكوين ثلاث صناديق إستثمارية في البنك الأهلي و البنك المصري الأمريكي ، وبنك الإسكندرية و تطوير عملية التداول داخل المقصورة بإستخدام النظام الآلي¹.

ثالثاً: في منتصف عام 1996 ساهم عاملان آخران في إحداث النمو السريع في نشاط البورصة و هما:
1. إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية التي كانت تطبق سنة 1992 بواقع 2% ، على الاستثمار في الأوراق المالية.

2. في سنة 1996 كانت فترة إنطلاق أول إصدار لأسمهم مصرية في الخارج ، في بورصة لندن تحت ما يعرف بشهادات الإيداع الدولية².

رابعاً: تم تحقيق تقدم ملحوظ على صعيد التوجه نحو الإنداخت العالمي ، فقد قامت مؤسسة التمويل الدولية ، بإدراج مصر في مؤشرها الإجمالي و مؤشر قابلية الاستثمار في عامي 1995-1996. على التوالي ، كما تم في سنة 2001 إدراج البورصة المصرية في المؤشر الحر للأسواق الناشئة و المؤشر العالمي لكافة البلدان ، ونجم عن ذلك ارتفاع مشاركة الأجانب في السوق حيث بلغت 30 بالمائة من القيمة الإجمالية للتداول³.

¹ نفس المرجع ، ص 13.

² أحمد البيل وآخرون ، مرجع سابق ذكره ، ص 22.

³ نفس المرجع ، ص 23، 24.

المطلب الثاني : نتائج التحرير المالي على السوق المالي المصري

بعض التعرض إلى أهم الإصلاحات والتطورات التي شهدتها السوق المالي المصري و هذا ضمن تطبيق وإنهاء سياسة التحرير المالي ، يأتي الحديث في هذا المطلب عن الآثار الناجمة عن تبني هذا التوجه الحديث .

الفرع الأول : نتائج تحرير الجهاز المالي

وقد أسفرت سياسة تحرير القطاع المصرفي إلى عدة نتائج يمكن إبرازها إنطلاقاً من البيانات السابقة و هي كما يلي:

أولاً: قامت السياسة النقدية بدور هام في كبح معدلات التضخم من (19.7%) سنة 1992 إلى (7.1%) سنة 1994 ثم وصل إلى (2.8%) و (6.3%) سنتي 2001، 2002 على التوالي ، ونتيجة إلى زيادة العجز زاد معدل التضخم حيث وصل إلى (10.3%) و (11%) سنتي 2004 و 2005 على التوالي لينخفض مرة أخرى في 2006 ليصل إلى (4.4%) .

ثانياً : تحقيق معدلات فائدة حقيقة موجبة بعد أن كانت سالبة في فترات ما قبل التحرير بحيث كانت ارتفعت معدلات الفائدة على الودائع (- 7.8%) في 1991 إلى (3.4%) سنة 1996 و استمرت في تحقيق معدلات فائدة موجبة فيما بعد .

الفرع الثاني: نتائج تحرير سوق الأوراق المالية في مصر

يمكن إبراز نتائج سياسة التحرير المالي على سوق الأوراق المالية عصر و ذلك من خلال التطرق إلى دراسة تطور بعض المؤشرات الخاصة بالسوق و التي لها دوراً رئيسيًا في تقدير أداء السوق و معرفة أهم التطورات الحاصلة به ، بحيث يتم دراسة حجم السوق و مدى إتساعه من خلال عرض أهم نتائج التحرير المالي الحاصلة في كل من عدد الشركات المدرجة ، و رأس المال السوقي ، ومؤشر سوية السوق المصري للأوراق المالية ، وذلك من (1991، 2011) .

بحث شهد سوق الأوراق المالية المصري تحسناً ملحوظاً في أدائه ، ونضاعف حجم التفاعل فيه ، و هذا نتيجة إلى برامج الإصلاح الاقتصادي و التكيف الهيكلي وخصوصاً سياسة التحرير المالي ، والتي نتج عنها تطورات إيجابية في المؤشرات الاقتصادية الكلية لمصر و ما كان هذه النتائج دوراً مهماً في تطور نشاط سوق

أولاً : مؤشر رأس المال السوقى

يؤدي ارتفاع رأس المال السوقى إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة ، وبالتالي إتساع القاعدة الاستثمارية ، لأن ارتفاع رأس المال السوقى يعني زيادة تعبئة الموارد وتنوع المخاطر ، بحيث أن رأس المال السوقى هو عبارة عن القيمة السوقية لأسهم رأس مال الشركات المقيدة في البورصة ، أي أنه مجموع القيمة السوقية للأسهم المقيدة ، والذي لابد أن ياتحه حركة أسعار الأسهم المتداولة فيه كما يعكسها مؤشر السوق¹. وعليه يمكن عرض أهم تطورات هذا المؤشر خلال الفترة من 1991 إلى 2011 . كالتالي

جدول رقم (12): تطور رأس المال السوقى لبورصة مصر

رأس المال السوقى (مليون جنيه)	السنة
45.225,30	2000 - 1991
111.333,20	2001
122.014,00	2002
171.922 ,00	2003
233.877 ,00	2004
456.278,00	2005
533.986,00	2006
768.276,00	2007
473.738,00	2008
463.645 ,00	2009
488.209,00	2010
293.615,00	2011

المصدر: من إعداد الطالبين يعتمد على :

- أحمد البيل وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 42.
- التشرفات التصالية لصندوق النقد العربي

¹ سيرة لطوش ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم ، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية نـ جامعة فلسطينية ، 2009-2010 ص 259.

من خلال الجدول نلاحظ أن بورصة مصر عرفت نمواً إيجابياً ومتالياً ، و بمعدلات مرتفعة من سنة إلى أخرى في قيمة رأس المال السوقى ، بحيث نسجل تزايد متالى إبتداءً من سنة 2001 إلى سنة 2007 ، و لقد سجل نمو رأس المال السوقى أعلى نسبة له سنة 2005 ، بحيث ارتفع من 233.877.00 مليون جنيه إلى 533.986.00 مليون جنيه بمعدل نمو قدره 1% 95.08.

إلا أنه إبتدأ من سنة 2008 شهدت البورصة المصرية انخفاضاً في نمو رأس المال السوقى بحيث انخفض بـ 38.34% مقارنة مع سنة 2007 ويرجع هذا تأثير سوق الأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية .

الفرع الثاني: مؤشر عدد الشركات

بحيث شهدت سوق الأوراق المالية المصرية تغيرات واضحة في عدد الشركات المتداولة فيها وهذا ما هو موضح في الجدول التالي :

جدول (13) : تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية

السنة	عدد الشركات المدرجة
2000 - 1991	627
2001	1110
2002	1150
2003	967
2004	792
2005	744
2006	603
2007	435
2008	373
2009	333
2010	213
2011	214

المصدر : من إعداد الطالبين بالإعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

¹ نيرة لطوش ، مرجع سابق ذكره ، ص 271

من خلال تحليلنا لبيانات الجدول نلاحظ أنه باستثناء الارتفاع المسجل سنى 2001 و 2002 ، بحيث ارتفع عدد الشركات المسجلة في بورصة مصر من 627 شركة خلال الفترة ما بين 1991-2000 إلى 1150 شركة سنة 2001 ، ثم ارتفع عدد الشركات إلى 1150 شركة في 2002 ، وما عدا هذا الارتفاع المسجل في هاتين السنتين ، عرفت بورصة مصر انخفاضاً في عدد شركاتها طيلة الفترة من 2003 إلى 2011 وذلك من 1150 شركة سنة 2002 إلى 214 شركة سنة 2011. وهذا راجع إلى ممارسة إدارة البورصة بتطبيق صارم وشحenny قواعد لقيد والإفصاح في البورصة، بحيث تم شطب الشركات التي لا تتوافق مع هذه المعايير .

الفرع الثالث : سيولة السوق

ويقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وسرعة¹ ، و كلما كان السوق يتمتع بالسيولة فهو في حالة جيدة كما يدل أيضاً على كفاءته ، ويمكن معرفة أهم التطورات في هذا المؤشر من خلال الجدول التالي :

جدول رقم (14) : تطور مؤشر السيولة في بورصة مصر

معدل دوران السهم (%)	قيمة التداول(مليون جنيه)	السنة
22.60	18.450,12	2000-1991
22.12	24.650,88	2001
25.03	29.887,15	2002
15.62	26.366,52	2003
17.95	42.334,10	2004
50.6	199.353,70	2005
52.6	280.788,00	2006
47.3	363.355,00	2007
100.6	407.059,00	2008
28.0	129.733,00	2009
14.8	72.442,00	2010
9.5	28.023,00	2011

المصدر : من إعداد الطالبين بالأعتماد على النشرات الفصلية لمصادر النقد العربي .

¹ سورة لطوش ، مرجع سابق ذكره ، ص 272.

إن معدل دوران السهم يقىس متوسط تداول السهم في السنة ، حيث ارتفع من 22.12 مرة في السنة عام 2001 إلى 25.03 مرة في السنة عام 2002، ليتحفظ بعد ذلك معدل دوران لسهم 15.6% سنة 2003 ، ثم يعاود الارتفاع سنة 2008 مسجلًا بذلك أقصى ارتفاع له بـ 100.6% ، ثم يعاود الانخفاض خلال السنوات الأخيرة بحيث يبلغ 9.5% سنة 2001.

أما فيما يخص قيمة التداول فنلاحظ أن أعلى نسبة سجلت كانت في 2005 بـ 199.353,70 مقارنة بـ 42.334,10 سنة 2004 ، واستمرت بالإرتفاع حتى سنة 2009 ، بحيث انخفضت بعد ذلك لتصل إلى 28.023,00 .2001

وعليه من خلال هذه التطورات يمكن القول أن التحرير المالي ساهم إلى حد ما في تحسن أداء سوق الأوراق المالية المصري بحيث شهدت البورصة المصرية تطويراً وآداءً متميزاً خلال عام 2005 ، مما أهله لأن يكون ضمن أفضل عشرة أسواق مال صاعدة ، الأولى في إفريقيا والخامسة على مستوى أسواق العالم . ولقد أدى أيضاً إلى حصول مصر على تقديرات إستثمارية عالية من قبل أكبر موسسات التقييم الاقتصادي الدولية إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر مما دفع البعض إلى إطلاق تعبير " مصر النجم الساطع بين الأسواق المالية الناشئة " ¹.

إلا أن هذه الإصلاحات الناجحة عن إنتهاء سياسة التحرير المالي لم تكن كافية لإحداث مواجهة الآثار السلبية للتحرير المالي كجهمات المضاربة التي شهدتها السوق المصري خلال عام 1997 الناجمة عن زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية ، بالإضافة إلى الآثار الأزمة المالية العالمية 2008 ، بحيث شهدت البورصة المصرية العديد من التطورات السلبية في هذه الفترة كما تم توضيحه في المؤشرات السابقة .

أما فيما يخص جانب كفاءة السوق فنجد أن سوق الأوراق المالية المصري يسعى إلى تحقيق الكفاءة وذلك من خلال ما لاحظناه من خلال تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية بحيث عملت على إستبعاد الشركات التي لا تتبع قواعد الإفصاح والشفافية.

¹ ماجدة أحمد إسماعيل شلبي ، مرجع سبق ذكره ، ص 18. بصرف .

المطلب الثاني : كفاءة السوق المالي المصري في ظل التحرير المالي

لقد ساهم التحرير المالي في سوق رأس المال المصري إلى العديد من التطورات المهمة ، بحيث أنه أدى، إلى زيادة أو تنامي الإهتمام برفع كفاءة ودعم هذه الأسواق و ذلك من خلال مجموعة من التطورات مست البورصة المصرية من خلال عدة جوانب تتعلق بتحسين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية المصري و يمكن إجمال هذه الإصلاحات وفي العناصر التالية.

الفرع الأول : اجراءات تطوير كفاءة السوق المالي المصري في ظل التحرير المالي

أولاً : تطور البنية الأساسية للبورصة المصرية

حدثت تطورات إيجابية على صعيد تطوير البنية الأساسية للبورصة تمثلت فيما يلي¹ :

- صدور قرارات بـ«قرار رقم ١٠٣٢ لسنة ٢٠٠٦» في ٢٠٠٦.
- صدور قرار رقم ١٠٣٣ لسنة ٢٠٠٦ في ٢٠٠٦.
- إنشاء صندوق حماية المتعاملين من المخاطر غير التجارية في أكتوبر ٢٠٠٤، و الذي وفر حماية كاملة لمجتمع المتعاملين في حالة ضياع الأموال أو تبذيرها أو تنفيذ عمليات مخاطرة على خلاف أوامر العميل.
- إضافة نشاط تنفيذ الأوامر عبر الأنترنت ، وهذه الإضافات أتت إستكمالاً لعناصر البنية الأساسية القائمة و التي تمثل في :

1- المقاصة والتسوية

2- الشفافية والإفصاح

3- الرقابة

4- قواعد القيد في البورصة

5- نظام التداول

6- الإبداع والقدر المركزي

يمكن القول أن البورصة المصرية من الناحية التنظيمية تعتبر الأفضل بين البورصات العربية

¹ ماجدة أحمد إسماعيل شلي ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣ .

ثانياً : تطوير البنية التكنولوجية للبورصة المصرية

بحيث سعت البورصة المصرية لتطوير البنية التكنولوجية ، و ذلك لاستيعاب المستجدات من الأدوات الاستثمارية الجديدة في أسواق رأس المال العالمية ، بحثت أئمته في عام 2004 عملية الربط الإلكتروني لنظام التداول في البورصة بشركة مصر للمقاصلة ، الذي يقضي تماماً على مشكلة البيع بدون رصيد سواء المعتمد أو غير المعتمد مما يحقق الحماية للمستثمرين حيث يضمن الربط أن تم التسوية الورقية في مواعيدها المقررة دون أدنى تأخير ، كما يتحقق الحساية لجميع شركات الوساطة المالية ويحد من إلغاء العمليات ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مصداقية العمليات المنفذة في البورصة¹.

- تم وضع نظام جديد لتطوير سوق التداول على السندات الحكومية من خلال "المعاملون الرئيسيون" بهدف جعل سوق السندات أكثر تنافسية كما يساعد على زيادة السيولة وقد تم تطبيقه في نوفمبر 2004.

ثالثاً : تطوير البنية التشريعية والتنظيمية للبورصة المصرية

قامت بورصة مصرية خلال عام 2004 ، بصياغة قوانين جديدة لعضوية السوق تضمنت وضع حد أدنى لرأس مال الأعضاء و الملاعة المالية .

رابعاً : النشر المعلوماتي

قامت البورصة بتطوير موقعها على شبكة الأنترنت و الذي يتم من خلاله نشر بيانات السوق بالإضافة إلى بيانات الشركة المصدرة للأوراق المالية بما يسمح بتوفير و نشر أكبر قدر ممكن من المعلومات للمستثمرين .

خامساً : تطوير تكنولوجيا المعلومات و الموافقة على نظام الإفصاح الإلكتروني بالبورصة

في إطار الأهمية المتزايدة لتكنولوجيا المعلومات قامت البورصة بالتعاون مع شركة مصر لنشر المعلومات بالإعداد لبدأ التشغيل نظام الإفصاح الإلكتروني لسبعة عشر شركة مقيدة يمثلون حوالي 58% من إجمالي رأس المال السوفي ، و ذلك لضمان سهولة وسرعة تأمين المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الشركات المقيمة إلى إدارة البورصة و من ثم الإعلان عنها إلى كافة المتعاملين بالسوق ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الإفصاح والشفافية و زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية ، وقد وافقت الهيئة على نظام الإفصاح الإلكتروني بالبورصة باعتباره خطوة هامة نحو تسهيل عملية تدفق البيانات إلى البورصة والمتعاملين في السوق ، و يأتي ذلك في إطار خطة الهيئة لتفعيل النظام الإلكتروني لاسترجاع بيانات الشركات المقيدة بالبورصة و الشركات لعامة في مجال الأوراق المالية و الذي تعده

¹ الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي 2005، ص 15.

المقدمة لاستكمال منظومة الإفصاح لكافة الشركات الخاضعة للقانون 95 لسنة 1992 وخدمة كافة المستثمرين المحليين والأجانب والأفراد والمؤسسات.¹

سادساً : الاستثمار الخفي وتأثير السوق

بحيث أدى تحرير سوق رأس المال المصري إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها ، بحسب سمع القانون 95 لسنة 1992 للأجانب بالإستثمار في البورصة بدون قيود ودون سقوف تملقية و إعفاء كافة الأرباح الرأسمالية والعوائد في كل أنواع الصناعات ، وتعد البورصة المصرية من أكثر البورصات في الدول العربية التي تشجع الاستثمار الأجنبي ، بل و تسعى أيضاً إلى أن يكون بعض الإصدارات متواجدة على المستوى الدولي ، حيث تم إصدار سندات حكومي بـ 1.5 بليون دولار تم طرحها في الأسواق المالية الدولية لأول مرة سنة 2001 ، كما وترابطت نسبة قيمة تداول الأجانب من إجمالي السوق ، وذلك يرجع إلى الإستقرار النسبي للسوق ، بحسب شهد عام 2005 حدوث تطور كبير في تعاملات الأجانب سواء مشترين أو بائعين ، وقد أدى إلى آثار إيجابية خاصة فيما يتعلق بزيادة العوائد و السيولة ، إلى أن هناك بعض الآثار السلبية المتمثلة في مسؤولية تعاملات الأجانب و خاصة مبيعاتهم من الأسهم وهذا يتبع عنه تقلبات في البورصة المصرية.²

من المعروف أن الإستثمارات الأجنبية يؤدي إلى زيادة وتحقيق كفاءة أسواق رأس المال وذلك من خلال زيادة عدد المتعاملين في السوق و كذلك توفر رؤوس الأموال ، إلا أن الاستثمار الأجنبي في سوق رأس المال المصري

¹ المطينة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي 2004 ، مصر ، ص 13.

² ماجدة أحمد إسماعيل شاهي ، مرجع سوق ذكره ، ص 25.

الفرع الثاني : أسباب عدم نجاعة التحرير المالي في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.

بالرغم من التطور الملحوظ الذي حققته البورصة المصرية منذ بدأ عمليات التحرير المالي ، خاصة من ناحية التطورات المتعلقة بالزيادة من كفاءة سوق الأوراق المالية ، والتي تم التعرض إليها في الفرع الأول من هذا المطلب ، إلا أن البورصة المصرية لا تمت حتى الآن آلية قوية لفرض إستراتيجية حقيقة ، وهذا يعني أنها لم تصل بعد إلى هدف الكفاءة ، لأن عدم وجود إستثمار حقيقي هذا يعني أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في مصر ، لا تعكس القيمة الحقيقية للإستثمار (الشركة) لأرباح تلك الشركات وذلك راجع للأسباب التالية:

أولاً: أن معظم الشركات في الجدول غير الرسمي ، لا يتم تداول أسهمها بصورة نشطة بحيث يوجد أكثر من 1000 شركة لا يتم تداولها على نحو نشط وإنما أدرجت في المقام الأول ، للإستفادة من المنافع الضريبية والجذير باللحظة أن الشركات الأكثر تداولاً تمثل في معظمها ، في الشركات التي تمت خصخصتها و لذلك فإن هذه الشركات التي لا يتم تداول أسهمها بصورة نشطة يتم إستبعادها ، و بالتالي يؤثر ذلك على رأس مال البورصة المصرية لأداء النمو الاقتصادي¹.

ثانياً: على صعيد مسألة الإفصاح فإن الشركات المدرجة ملزمة بنشر تقارير مالية ، ربع سنوية طبقاً لمعايير المحاسبة الدولية ، كما أنها ملزمة أيضاً بنشر مالية كاملة و تقدم تقرير من مجالس إدارتها إلى هيئة السوق المصري ، وتوفيرها خلال ثلاثة أشهر في نهاية السنة المالية المعنية ، وفي حال عدم التقيد بهذا الالتزام فإنه يتم حذف الشركات من لائحة الإدراج ، بعد إنتصاف ثلاثة أشهر على إستمرارها بذلك ، إن تغيف هذا الإجراء يتم بنسبة 10% ، فقط من الشركات المدرجة التي تقوم بتطبيق قاعدة الإفصاح هذه ، وهذا له أثر كبير في عدم وصول البورصة إلى تحقيق الكفاءة ، بإعتبار أن كل من الإفصاح و بت المعلومات عناصر أساسية أو وسائل رئيسية للوصول إلى الكفاءة².

ثالثاً: تأثير سوق الأوراق المالية في مصر بوجهات المضاربة ، و التي تعد من الآثار السلبية لعمليات التحرير المالي ، بحيث حقق المستثمرون معدلات ربحية مرتفعة ، و يعد الإستثمار الأجنبي غير المباشر أهم عامل يساعد في عمليات المضاربة ، ضمن هذا السياق شهدت البورصة المصرية تطور كبير في تعاملات الأجانب سواء المشترين أو البائعين ، حيث أن ضعف الكفاءة في السوق المصري هو كنتيجة للإستثمار الأجنبي ، لأنها تتبع أرباح غير عادلة

¹ أحمد البيلين آخرون ، مرجع سابق ذكره ، ص 24.

² نفس المرجع ، ص 24.

فضلاً عن تخفيض المخاطر نتيجة التنوع الكفء ، حيث أن التوزيع الدولي يؤدي إلى التخلص من المخاطر غير المنتظمة و المخاطر المتغيرة¹.

من ناحية أخرى ، مازالت البورصة المصرية تعاني من غياب كبار اللاعبين ، فعلى سبيل المثال غياب صانعي السوق ، والذين يامكثهم تزويد السوق بالأوراق المالية من خلال المخزون المتوافر لديهم أو شراء الأسهم باستخدام مواردهم المالية ، في حالة وجود فائض في العرض هنا من شأنه أن يوفر السيولة في السوق دون حدوث تقلبات حادة في أسعار الأسهم عندما لا تتوفر المبررات الاقتصادية².

وعليه هذه الأسباب أو النتائج كفيلة للحكم على عدم كفاءة البورصة المصرية ، في الشكل الضعيف و أن سياسة التحرير المالي التي انتهجتها لم تكون كافية لتحقيق هدفها ، و بالفعل هناك حاجة إلى المزيد من الشفافية من خلال تعزيز الإفصاح في الوقت المناسب ، وتزويد الجمهور بالمعلومات بغية تشجيع المؤسسات الاستثمارية . و منه فإن الكفاءة في السوق المصري يعتمد إلى حد بعيد على مدى التحسينات المتعلقة بالأطر المؤسسية و التشريعية ومن بينها مدى الالتزام بتنفيذ التعاقدات ، ووضع قوانين و إصلاح القوانين المتعلقة بالضرائب.

الفرع الثالث: إستراتيجيات لرفع من الكفاءة في سوق الأوراق المالية بمصر.

من أجل تحقيق مستوى أعلى لكافأة البورصة المصرية يمكن إدراج أهم الإجراءات التالية³:

أولاً : تدعيم الإفصاح الإلكتروني الذي يساعد على نشر المعلومات المالية و غير المالية في التوقيت المناسب ، وبالتالي من شأنه أن يحقق الشفافية و سهولة الوصول للمعلومة و كلها تخفيض درجة عدم ثائق المعلومات ، و تمكين المستثمرين من شراء و بيع الأوراق المالية بشكل أكثر كفاءة .

ثانياً : ضرورة الإبعاد عن الإفصاح الإختياري و تحويله إلى إفصاح إلزامي لتحقيق الشفافية و الوصول إلى السعر العادل للسهم

ثالثاً : الإتجاه إلى الحكومة باعتبارها مجموعة من القوانين و النظم التي قدمت على تحقيق الجودة و التميز في الأداء عن طريق إحداث الأساليب الفعالة لتحقيق خطط وأهداف الشركة .

رابعاً : ضرورة بتطوير نظام معلومات كلها لتتيح حرکة دخول و خروج المستثمارات في المراقبة المالية ، و فترة مكوث و تحويل الأموال الناجمة عن تعاملات الأجانب و إعداد قائمه بالمضارعين و المفامرلين منهم ، و إلزام

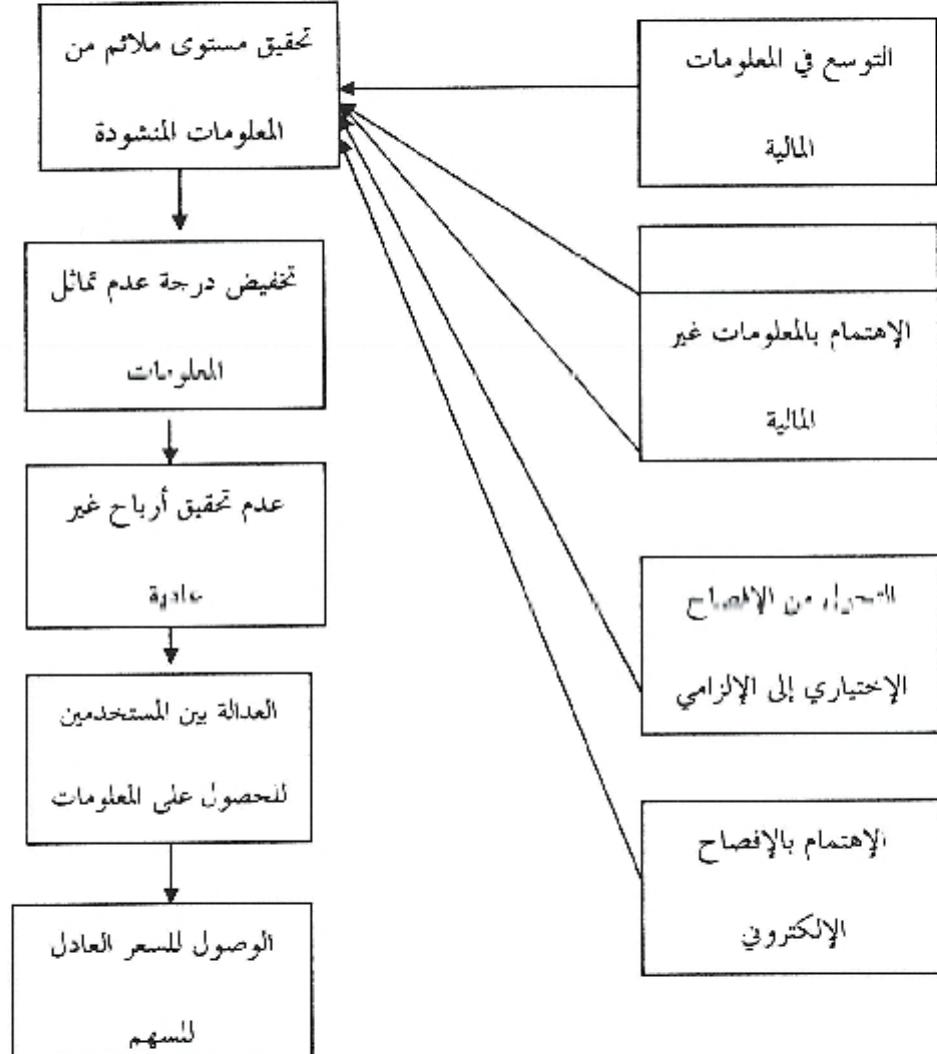
¹ ماجدة أحمد إسماعيل شلبي ، مرجع سبق ذكره ، ص 18.

² أحمد البيل آخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 25.

³ : أحمد وجيه عبد الملك ، مرجع سبق ذكره ، ص 144.

البنوك التجارية بإطار تنظيمي دقيق لتسجيل الاستثمارات في الحافظة ، وإبلاغ البنك المركزي بما بصفة دورية ، لأن شأن هذه التلاعيب و عمليات المضاربة غير المدروسة أن تؤثر على على الكفاءة في سوق المال المصري .
و كخلاصة على ما تم التعرض إليه حول أهم الإجراءات التي يمكن أن تساهم في وصول السوق رأس المال المصري إلى و بالتالي الوصول إلى السعر العادل للسهم و عليه يلخص المخطط التالي أهم العناصر التي تساعده على تحقيق كفاءة السوق

الشكل رقم (6) : مخطط يوضح العوامل المؤثرة على سعر السهم



المصدر: أهـد رجب عبد الملك ، مرجع سابق ذكره ، ص 143.

خلاصة :

تحتل الأسواق المالية العربية مكانة مهمة في تمويل إقتصاديات الدول العربية ، ومن خلال ما تعرضنا له في هذا الفصل يمكننا إستخلاص النقاط التالية :

- تتسم الأسواق المالية العربية بحدودية نشاطها و بقلة تنوع الأدوات المالية لها و ضيق نطاق إتساعها .
- يلعب الجهاز المركزي العربي دوراً بارزاً في تمويل الاستثمارات الدول العربية باعتبارها الممول الرئيسي لها .
- إن الكفاءة في الأسواق المالية العربية تعد في مسؤوليتها الدينية و ذلك راجع لضعف أنظمة المعلومات فيها.
- فتح السوق المالي المصري أبوابه للتدفقات الرأسمالية مما أثر على الكفاءة فيه.

الخاتمة

الخاتمة :

تعتبر الأسواق المالية و التي تعد الوجه الحديث للإقتصاد المعاصر ، بحيث تعتبر أحد أهم الأدوات الخامة لتجمیع وتوجيه الموارد المالية و توظيفها في الفي المشروعات الاستثمارية المناسبة ، و باعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار ، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها ، و حتى تعطى للمستثمرين الثقة و الأمان ، وهنا تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات التي تلود إلى السوق و توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفؤة ، وقد أزداد الإهتمام بهذا النوع من الأسواق خاصة في ظل التغيرات والتطورات الإقتصادية الحديثة .

وبعد التحرير المالي أهم التطورات الإقتصادية و الذي يتمثل في الإجراءات المادفة إلى تخفيف القيود المفروضة على عمل النظام المالي و الذي يهدف بالدرجة الأولى إلى تعزيز استقرار و الكفاءة في النظام المالي ككل ، و بالأخص الأسواق المالية ، بحيث أن التحرير المالي يعمل على زيادة وتنوع الخدمات المالية في الحال المصري ، كما أنه يساهم في تطور الأنظمة المرقابية و التنظيمية لأسواق رأس المال و ما يعزز وينهي كفاءة هذه الأسواق ، إلا أنه يمكن أن يكون عائق أمام وصول الأسواق المالية إلى هدف الكفاءة و ذلك من خلال ما يفرزه من أزمات مالية ، وتعاملات غير شرعية وهي ناجحة في جعلها عن زيادة تدفقات رأس المال و التقليبات التي تشهدتها وهذا ما يهدد استقرار هذه الأسواق .

و في ظل هذه التغيرات العالمية ، أدركت الدول العربية أهمية الأسواق المالية خاصة في ظل التوجه الجدي لنمو إقتصاد السوق ، والذي يقتضي تقليص دور القطاع العام التوجه نحو الشخصية ، لذلك توجهت معظم الدول إلى إنشاء أسواق الأوراق المالية في ظل وجود قطاع مصرفي ذو مكانة مهمة وأكاديمية في إقتصادات الدول العربية ، والذي يعد المصدر الأساسي لعمليات تمويل الإستثمارات . في ظل سيطرة تامة للقطاع العام في هذه الدول العربية .

و هذه كانت سياسة التحرير المالي في الدول العربية ضرورة حتمية ، تلجم إليها أولاً للتخلص من القيود الضاربة على أنشطتها المالية والتي تعرف بسياسات الكبح المائي التي رافقتها لفترات طويلة من الزمن و ما إنبقى عنها من معدلات شو سلبية ، أما من ناحية ثانية من أجل النهوض بأسواقها المالية و الإنداج في الأسواق المالية العالمية ، وتحسين مستويات الكفاءة بها أو بالأحرى إكتساب صفة الكفاءة و التي تعد غاية بمستوياتها الثلاثة .

نتائج اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: تتحقق الكفاءة في السوق المالي بتغير القيمة السوقية للورقة المالية تبعاً لطبيعة المعلومات التي تردد إلى السوق فرضية صحيحة

حيث أنه في ظل السوق المالي الكفؤ فإن سعر الورقة المالية يكون مساوياً لقيمتها الحقيقية و ذلك وفقاً لعملية انعكاس المعلومات الواردة للسوق حول الشركة مصدرة الورقة.

الفرضية الثانية : يعمل التحرير المالي دوماً على الرفع نت كفاءة الأسواق المالية فرضية خاطئة.

بحيث أن التحرير المالي بالرغم من أن له آثار إيجابية على التحرير الأسواق المالية و ذلك من خلال زيادة الانفتاح على العالم الخارجي والاندماج مع الاندماج مع الأسواق العالمية و هذا ما يسهم في تطور البنية التنظيمية و التكنولوجية و إنتقال المعلومات المختلفة و هذا بدوره يعكس بالإيجاب على كفاءة الأسواق المالية ، إلا أن هذا لا ينفي ايجاب الجانب السلبي للتحرير المالي وما يحتم عنه من خطير التعرض للأزمات المالية و هجمات المضاربين و هذا أيضاً يضعف في الوصول إلى أسواق تتمتع بالكفاءة الكاملة.

الفرضية الثالثة: تعتبر الأسواق المالية العربية كفؤة و بسبب سياسة التحرير المالي المتبعة ارتفعت مستويات كفاءتها فرضية خاطئة

بحيث أنه تبين لنا أن الأسواق المالية العربية ضعيفة من حيث مستويات الكفاءة بها ، وذلك نظراً تعانيه من ضعف من ناحية التنظيمية والقانونية في هذه الأسواق و بالرغم من الإجراءات التي جلبها التحرير المالي أهم التطورات الإيجابية التي عرفتها إلا أنها لم تكون كافية لتحقيق الشروط الازمة للحصول على الكفاءة .

نتائج البحث

من خلال هذه الدراسة ثم الوقوف على جملة من النقاط ، و التي تمثل إستخلاصاً لأهم النتائج المتعلقة بها .

نتائج الدراسة النظرية

1- إن الأسواق المالية هي أحد مكونات النظام المالي ، بحسب أنها أحد القنوات الرئيسية لجذب المدخرات الخالية و الأجنبية ، و التي تساعده بشكل كبير في إنشاء وتطوير المؤسسات الخالية و من ثم إعطاء دفعية قوية للاقتصاد الوطني نحو درجة أعلى من النم الاقتصادى .

- 2- الأسواق المالية تتبع من حيث الأدوات المتداولة بما إلى أسهم ، و سندات ، و مشتققات مالية ، و تحد هذه الأدوات الأساليس لعملية التمويل ، وعلى أساس هذه الأدوات قسمت الأسواق المالية إلى عدة أصناف مختلفة يكمل إلا أن هدفها واحد ألا وهو توفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع الاستثمارية .
- 3- في ظل السوق المالية الكفؤة يتحقق التعادل بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية ، هكذا يتم التوصل إلى مفهوم الكفاءة في السوق المالي .
- 4- إن سياسة التحرير المالي فرضتها التطورات الاقتصادية الحديثة ، و خاصة موجة التحرر الاقتصادي ، التي شلت الاقتصاديات الاشتراكية في ظل تحولها إلى إقتصاد السوق .
- 5- التحرير المالي هو مجموعة الأساليب و الإجراءات التي تتخذها الدول لإلغاء تخفيف القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز كفائهته و إصلاحه كلبا .
- 6- والتحرير يعني إلغاء القيود ، لا ينفي تدخل الحكومة في الأسواق المالية ، بل يبقى للحكومة درجة من التدخل و ذلك في حالة الأصول المالية ، و ذلك من خلال وزارة الإشراف ، و تنظيم هذه الأسواق
- 7- تعد سياسات الكبح المالي المتوجهة من قبل الدول النامية و الآثار السلبية من وراء فشلها ، هي الدافع الرئيسي لإنتهاج هذه الدول لسياسة التحرير المالي لتحقيق الكفاءة في قطاعها المالي ، ومن ثم النهوض باقتصاداتها .
- 8- للتحرير المالي آثار إيجابية و أخرى سلبية على مجالين مهمين من النظام المالي و هما البنوك و مجال أسواق رأس المال .
- ففي ظل إتباع سياسة تحرير مالي بشكل تدريجي و القيام بالإصلاحات المالية المناسبة لتأهيل النظام المالي هذه المرحلة فإن التحرير المالي يعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية من خلال زيادة تدفق رؤوس الأموال ، وهذا يكون له أثر إيجابي .
- أما في ظل إتباع أو تطبيق التحرير المالي المشرع ، فإن ذلك يكون خطرا يهدد النظام المالي و خير دليل على ذلك الأزمات المالية التي تضعف كفاءة الأسواق المالية و هذا ما يعكس الجانب السلبي له

- 1- تعتبر البنوك في الدول العربية المصدر الرئيسي الأول لرؤوس الأموال اللازمة لعمليات الاستثمار المختلفة .
- 2- تعتبر أسواق رأس المال العربية (سوق الأوراق المالية) حديثة النشأة ، بحيث أن الدور الذي تؤديه ضعيفا ، باختلافها مكانا هامشيا خاصة في أولى مراحل تطورها إن هذه الأسواق سمات مشتركة في معظم الدول العربية من حيث أنها أسواق تفتقر إلى عراقة التقانيد الاستثمارية الرشيدة ، بالإضافة إلى صغر حجمها و ضيق نطاقها و متم محدودية الفرص المتاحة للتنوع و هذا ما يضع قيود على المستثمرين للتنوع في محافظهم المالية و زيادة درجة المخاطر .
- 3- إن الأسواق المالية العربية تعد ضعيفة من ناحية الكفاءة ، سواء فيما يتعلق بالكفاءة المصرفية ، أو كفاءة أسواق رأس المال ، وهذا راجع إلى صغر حجم الأسواق المالية العربية و كذلك عدم تنوع في الأدوات المتداولة بها ، و كذلك ضعف الأنظمة الرقابية و مستويات الإفصاح و السفافية في أسواق رأس المال فيها .
- 4- جاءت سياسة التحرير المالي في الدول العربية من أجل القضاء على القيود المروضة على نشاطها المالي ، ومن أصل التبرير ياقتصادها و الإندماج في أسواق المال العالمية بمرث ٢٠١٣ في ظل هذه السياسة عدة إصلاحات تمتلت في :
 - تحرير أسعار الفائدة وإزالة القيود على الائتمان و تحسين الرقابة من خلال تبني قوانين مصرفية جديدة والإرتقاء بمستوى الخدمات المصرفية و تج عنده تحسن أداء القطاع المالي العربي .
 - كما تم رفع القيود على على أسواق رأس المال العربية ، وذلك من خلال تحرير حركة رؤوس الأموال والسماسرة للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية .
- 5- يعد سوق رأس المال المصري من أعرق و أقدم الأسواق نشأة مقارنة بالأسواق العربية ، وهذا ما جعله متقدماً عن هذه الأسواق .
- 6- شهد سوق رأس المال المصري العديد من الإصلاحات و هذا ضمن سياسة التحرير المالي ، بحيث عرف عدة تطورات همت البنية التنظيمية للسوق ، بالإضافة إلى إصلاحات تتعلق بكفاءة سوق رأس المال المصري من خلال تعزيز عمليات الإفصاح و البنية التكنولوجية .

7- إن الإصلاحات الناتجة من عمليات التحرير المالي في سوق رأس المال المصري لم تكن كافية للوصول إلى هدف الكفاءة و ذلك للنقص الشديد في الشروط التي تحقق الكفاءة مثل معايير الإفصاح و المراقبة و بالتالي يبقى سوق رأس المال المصري في حاجة إلى المزيد من الإصلاحات خصوصا تلك المتعلقة بالكفاءة .

آفاق البحث

من خلال دراستنا لهذا البحث وجدنا العديد من الجوانب التي لم يتسع لن دراستها ، وهذا لكون أن ظاهرة التحرير و الكفاءة الأسواق المالية من الظواهر الواسعة والتي من الصعب الإلخاتة بكل جوانبها لذلك تقترح بعض المواضيع المكملة لنطاق البحث وهي :

- تكامل الأسواق المالية العربية كآلية لمواجهة تحديات التحرير المالي .
- كفاءة أسواق رأس المال العربية بين الواقع والتحديات .
- أهمية وجود سوق مالي إسلامي في ظل سياسة التحرير المالي .

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

أولاً: باللغة العربية .

- 1- أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية و النقدية ، المعتز للنشر و التوزيع ، عمان ، 2004.
- 2- أنطوان الناشف ، هندي خليل ا، العمليات المصرفية و السوق المالية ، المؤسسة الخديبة للكتاب ، لبنان ، 2000
- 3-أندراوس وليم عاطف ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، موسسة شباب الجامعه ، الإسكندرية ، 2005
- 4-أندراوس عاطف وليم ،أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادية و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001
- 5-آل فواز مبارك بن سليمان ،الأسواق المالية ، مركز الأبحاث النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010
- 6-الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية و النقدية ، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان 2002.
- 7- الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ، بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ،
- 8- لميامي فؤاد أرشد ، الأسواق المالية ، دار اليازور العلمية،للنشر والتوزيع ، عمان ، 2012
- 9-السيسي صلاح الدين حسن ، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم ، عالم الكتب ، القاهرة ، 2003
- 10- السيد عبد المنعم علي ، العيسى نزار سعد الدين ، القود والمصارف والأسواق المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان،2004
- 11- لعطار علي، العولمة و النظام العالمي الجديد، دار العلوم العربية، لبنان، 2002.
- 12- العربي إسماعيل ، التكامل و الإندامج الإقليمي بين الدول المتطورة ، الشركة الوطنية للنشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ، الجزائر ، 1981 .
- 13- الخطيب شذا جمال ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال ، دار مبداوي للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2008 .

- 14- الخطيب شذا جمال ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال ، دار بحدلاوي للنشر والتوزيع ، الأردن، 2008 .
- 15- الخطيب شذا جمال ، العولمة و التمو الاقتصادي ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان، - 2011
- 16- الشناوي إسماعيل أحمد ، عبد المنعم مبارك ، إقتصاديات التقد والبنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية، مصر
- 17- الشواورة فيصل محمد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008.
- 18- الصافي وليد ، البكري أنس ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل ، عمان ، 2009 .
- 19- الصيرفي محمد ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .
- 20- بلعزوzi بن علي ، محمد الطيب محمد ، دليلك في الاقتصاد ، در الخلدونية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2003 .
- 21- بن هاني حسين ، الأسواق المالية ، دار الكندي ، عمان ، 2002 .
- 22- جبار محفوظ، مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2002.
- 23- جبار محفوظ ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية ، دار هومه ، الجزائر، 2002
- 24- جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، دار هومه ، الجزء الأول ، الجزائر ، 2002.
- 25- جمال ناجي ، إدارة محفظة الأوراق المالية ، المؤسسة الجامعية للدراسات ، بيروت ، 1998.
- 26- جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 27- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999.
- 28- زينب حسين عوض الله ، الاقتصاد الدولي ، دار الجامعية الجديدة ، الإسكندرية ، 2004.
- 29- حماد طارق عبد العال ، المشكلات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 .
- 30- حماد طارق عبد العال ، التطورات العالمية و إنعكاساتها على أعمال البنوك ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001.

- 31- حماد طارق عبد العال ، إندماج و خصخصة البنوك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،
- 32- حناوي محمد صالح ، عبد الفتاح عبد السلام ، المؤسسات المالية و البورصة و البنوك التجارية، الدار الجامعية ، مصر ، 1998 .
- 33- حنفي عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001.
- 34- حنفي عبد الغفار، رسمنة قرياقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005.
- 35- حشاد نبيل ، الجهات و منظمة التجارة الدولية ، الطبعة الثانية ، دار يحيى للطباعة و النشر ، مصر 1999.
- 36- كويل برایال ، نظرية عامة على الأسواق المالية ، دار الفاروق ، مصر ، 2006
- 37- مفتاح صالح ، معارف فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة الباحث ، العدد السادس ، جامعة ورقلة ، 2009 .
- 38- متولي السيد عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، عمان ، 2010
- 39- محسن النوري ، تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة ، منشورات الخليج ، بيروت، 2011 .
- 40- محمد إبراهيم موسى ، إندماج البنوك و مواجهة آثار العولمة ، الدار الجامعية الجديدة ، مصر، 2007 .
- 41- مطر محمد ، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، 1993 .
- 42- محمد نوري الشمرى ناظم وآخرون ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار وائل للنشر ،الأردن ، 1999 .
- 43- عمود أحمد التربى ، الإنداج المصرفي ، دار الفجر للنشر و التوزيع ، 2007 .
- 44- مصطفى العبد الله الكفرى ، عولمة الاقتصاد و التحول إلى إقتصاد السوق في الدول العربية ، إتحاد الكتاب العرب ، دمشق ، 2008 .

- 45- معروف هويسار ، الإستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان . 2003.
- 46- سامي عفيفي حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم ، الطبعة الثانية ، الجزء الثاني ، الدار المصرية ، القاهرة .
- 47- سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، مصر، 2005 .
- 48 - عبد الرحمن يسري أحمد ، قضايا إقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 .
- 49 - عبد العزيز أمين ، الأسواق المالية ، دار قباء الحديثة للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2007 .
- 50 - عبد المطلب عبد الحميد ، التحديات المستقبلية لتكامل الاقتصادي العربي ، الدار العربية للطباعة و النشر ، القاهرة ، 2003 .
- 51 - عبد المطلب عبد الحميد ، السوق العربية المشتركة الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة ، مجموعة النيل العربية ، مصر ، 2003 .
- 52- عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة و إقتصاديات البنك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 .
- 53- عبد النبي محمدأحمد ، الأسواق الماليةالأصول العلمية و التحليل الأساسي ، زرم ناشرون و موزعون ، عمان ، 2009 .
- 54- عبد ربه محمد محمود ، طريقك إلى البورصة (مخاطر الإعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للإستثمار في سوق الأوراق المالية)، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 .
- 55- عرفة سالم سيد ، إدارة المخاطر الإستثمارية ، دار الرأي للنشر. والتوزيع ، عمان ، 2009 .
- 56- عمر حسين ، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1998 .

- 57- عثمان إسماعيل محمد ، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر غوليل
المشروعات، دار النهضة ، الأردن ، 1993.
- 58 - فاخر عبد الستار حيدر ، التحليل الاقتصادي لتغيرات الأسهم، دار المريخ ، الرياض ،
2002
- 59 - فريد نهال مصطفى ، إسماعيل السيد عبد الفتاح ، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر
الجامعي ، الإسكندرية ، 2007.
- 60- فليح حسن خلف ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2001 .
- 61- رمضان زياد ، شموط مروان ، الأسواق المالية ، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، 2007.
- 62- رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية، دار النشر للجامعة ، مصر ، 2004 .
- 63- شمعون شمعون ، البورصة وبورصة الجزائر ، أطلس للنشر ، الجزائر ، 1993.
- 64- تومي عبد القادر ، العولمة (فلسفتها ، مظاهرها ، تأثيراتها) ، دار هومه ، الجزائر ، 2009.
- 65- خبابة عبد الله ، بوقرة رابع ، الواقع الاقتصادية ، العولمة الاقتصادية ، التنمية المستدامة ،
مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2009.
- 66- خلف فليح حسن ، الأسواق المالية و النقدية ، عالم الكتب الحديث ، عمان ، 2002.
- 67 - ضياء مجید المؤمني ، البورصات ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2003.

الكتب باللغة الفرنسية

foudeh mousa , Libéralisation Financière Efficacité du Système Financier et Performance Macroéconomique , Enseignements pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban, Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques, Faculté de Droit et des Sciences Economiques, l'Université de Limoges ,2007.

2- المذكورة و الرسائل الجامعية

- I-الأعرج طارق محمد حليل ، الأسواق المالية ، رسالة دكتوراه ، تخصص إدارة المصايف ، كلية
الإدارة و الاقتصاد ، الأكاديمية العربية المفتوحة ، الدنمارك ، 2011.

- 2-الدعمي عباس كاظم حاسم ، أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ، مذكرة دكتوراه في الإقتصادية ، جامعة الكوفة، بغداد ، 2007-2008 .
- 3- اليفي محمد ، دور نظام حماية الموداع الإسلامية واستقرار النظام المصرفي ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، جامعة الشلف .
- 4- العسلي حزة عدنان ، أثر التحرير المالي على عوائد الأسهم و حجم تداول أسهم قطاع البنوك في الأردن ، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص مالية ، الأردن ، 2006 .
- 5- بوكساني رشيد ، معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006.
- 6- بوسالم فاطمة ، أثر التحرير التجارية الدولية في الخدمات على كفاءة النشاط المصرفي في الدول النامية ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، فرع إدارة مالية ، جامعة قيسارية ، 2010-2011 .
- 7- بن ضيف محمد عدنان ، الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي ، مذكرة الماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص نقود وتمويل، جامعة بنسكورة، 2007-2008.
- 8- بريش عبد القادر ، التحرير المالي و متطلبات تطوير الخدمات المصرفية و زيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية ، فرع نقود و مالية ، جامعة الجزائر، 200510-عبدة سامية عمر ، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة قيادة ، 2002 .
- 9- حريري عبد الغني ، آثار التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص نقود ومالية،جامعة، الشلف، 2006.
- 10- لطرش سميرة ، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم ، مذكرة دكتوراه ، في العلوم الإقتصادية ، جامعة قيسارية ، 2009-2010

- 11- ماجدة أحمد إسماعيل شلي ، تطور أداء لسوق مالي المصري تطور أداء سوق الأوراق المالية المصري في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات ، ، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية الشريعة و القانون ، الإمارات العربية المتحدة ، 2007.
- 12- سالم ولد أبي محمد ، الإنداج المصرفي كواقع ينكمي في ظل العولمة المالية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص بنك و تمويل ، جامعة عنابة ، 2009-2010 .
- 13- صاييفي عمار ، محددات الاستثمار المحفوظي وأثاره على الأسواق الأوراق المالية ، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص إقتصاديات المالية و البنوك ، جامعة بومرداس ، 2008-2009 .
- 14- رجال فیروز ، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود و مالية ، جامعة قالمة ، 2002-2003 .

3- المجالات ودوريات

المجالات

- 1- إبراهيم جبر الداعور ، محمد نواف عابد ، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكافآت على أسعار الوحدات الاقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، مجلة الجامعة الإسلامية ، المجلد السابع عشر ، غزة ، 2009.
- 2- أحمد رجب عبد الملك ، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية ، مجلة كلية التجارة الخرث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول ، 2007.
- 3- لطيف زيود و آخرون ، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار ، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية - ، المجلد التاسع والعشرون ، العدد الأول ، فلسطين ، 2007 .
- 4- عمروظ جبار ، العولمة المالية و انعكاسها على الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعية باتنة ، العدد السابع ، ديسمبر 2002 .

- 5- محمد الأمين وليد طالب ، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على سياسات صندوق النقد الدولي
مجلة الاقتصاد والمجتمع ، العدد السادس ، جامعة أم البوابي
- 6- محمد قويدري ، إنعكاسات تحرير التجارة العالمية على إقتصاديات البلدان النامية ، مجلة
الباحث ، جامعة الأغواط ، العدد الأول ، 2000.
- 7- نزار العيسى ، تأثير التحرير المالي على السياسات التقدية والمضاعف التقدي (حالة الأردن) ،
مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية) ، الجلد الواحد والعشرون ، العدد الأول ، الأردن
2007،
- 8- سليمان بلعور ، التكامل الاقتصادي العربي و تحديات المظمة العالمية للتجارة ، مجلة الباحث ،
العدد السادس ، جامعة ورقلة ، 2008 .
- 9- صالح مفتاح ، العولمة المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة بسكرة ، العدد الثاني ، 2002 .
- 10- صالح مفتاح ، فريدة معارفي ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث ، جامعة
بسكرة ، العدد السابع ، 2010.
- 11- يوسف عثمان إدريس ، تحرير حساب رأس المال المزایا و المخاطر تجربة الدول النامية ، مجلة
المصرفي ، العدد الخامس والثلاثين ، مارس 2005.

4- الدوريات:

- 1- أنور إبراهيم ، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية ، جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى ،
سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، السنة العاشرة ، الكويت ، فيفري 2011.
- 2- أنور إبراهيم ، خصائص الأسهم العربية ، جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في
الدول العربية ، العدد الثامن ، الكويت ، فيفري ، 2009 .
- 3- أنور إبراهيم ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، جسر التنمية ، سلسله دورية تعنى بقضايا
التنمية في الدول العربية ، العدد السادس و الثمانون ، الكويت ، 2010 .

4- الغزالي عيسى محمد ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد السابع والعشرون ، 2004.

5- وليد عبد مولاه ، كفاءة البنوك العربية ، المعهد العربي للتخطيط ، سلسلة دورية بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد مئة وأربعة ، الكويت ، 2011 .

6- يوسف عثمان إدريس ، تحرير حساب رأس المال المزايا و المخاطر - تجربة الدول النامية - ، مجلة المصري ، العدد 35، مارس 2005.

7- ناجي التوني ، الإصلاح المصرفي ، جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد الرابع والعشرون ، الكويت ، 2010 .

8- نزار العيسى ، تأثير التحرير المالي على السياسات النقدية والمضاعف النقدي (حالة الأردن) ، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية) ، المجلد 21 ، العدد الأول ، الأردن ، 2007.

9- منير الحمش ، هل حقاً أن التجارة الخارجية قاطرة للنمو، ورقة مقدمة لندوة الثلاثاء الاقتصادية الخامسة والعشرون ، 2010، دمشق .

5-ملتقيات:

1- التجار أحمد منير ، عولمة أسواق المال و أثرها على تنمية الدول النامية ، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع ، جامعة فيلادلفيا ، أيام 15،16/2005/03

2- السقا حمد إبراهيم ، تحليل الكفاءة الفنية و كفاءة الربحية للبنوك التجارية بدولة الكويت ، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر إتحادات إدارة التنمية و التنافسية، كلية العلوم الإدارية ، جامعة الكويت ، 2010 .

3- بن طلحة صليحة ، معوضي بوعلام ، دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الرئيسي الأول - دول المذلة المصرفية- الواقع و التحديات - ، يومي 14،15 ديسمبر 2004، جامعة الشلف ، الجزائر.

- 4- وصاف سعدي ، الصناعة المصرفية و التحولات العالمية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية، جامعة الشلف ، 2004.
- 5- حمادو بن نعمون ، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008 ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحكومة العالمية ، جامعة سطيف ، أيام 21-20 أكتوبر 2009.
- 6- حريوي عبد الغني ، دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المالي ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية ، جامعة سطيف ، أيام 21-20 أكتوبر 2000 .
- 7- سالمي صالح ، الآثار المفرقة لانظام الجزائر إلى منظمة التجارة الدولية ، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية و تعظيم مكاسب الاندماج في الحركة الاقتصادية العالمية، جامعة سطيف ، أيام 29-30 أكتوبر.
- 8- منير الخمسن ، هل حقا أن التجارة الخارجية قاطرة للنمو ، ورقة مقدمة لندوة الثلاثاء الاقتصادية الحادية والعشرون ، 2010 ، دمشق .
- 6-التقارير:**
- 1- أحمد البليل و آخرون ، التطور الهيكلي و المالي و النمو الاقتصادي حالة مصر 1974-2002 أوراق النقد العربي ، العدد التاسع ، معهد السياسات الاقتصادية ، أبو ظبي ، 2004
- 2- الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي 2004.
- 3- الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي 2005.
- 4- علي أحمد البليل ، التطور و الهيكل المالي و النمو الاقتصادي ، أوراق صندوق النقد العربي ، العدد التاسع ، 2010.
- 5- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2004 .

- 6- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2004 .
- 7- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السادس ، 2005.
- 8- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، تطورات الأداء و الإصلاحات في القطاع المصرفي في الدول العربية ، الفصل العاشر، سبتمبر، 2008 .
- 9- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، تطورات الأداء و الإصلاحات في القطاع المصرفي في الدول العربية ، الفصل العاشر، سبتمبر، 2008 .
- 10- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية و تحديات الأزمة المالية العالمية ، سبتمبر 2009.
- 11- تشاندر إسكتهار ، السياسات المالية ، برنامج الأمم المتحدة ، إدارة التأمين الاقتصادية و الاجتماعية DESA ، نيويورك ، 2007.

7- الواقع:

- 1- أنور إبراهيم ، خص مد طلماح ، المؤشرات الكلمة لتقدير أداء القطاع المالي العربي ، عن موقع: www.arab.ap/ovg/covvbe23/pdf
- 2- الخميس منير ، هل حقاً أن التجارة الخارجية قاطرة للنمو ، ورقة مقدمة لندوة الثلاثاء الاقتصادية الحادية والعشرون ، 2010
- 3- اللدوبي مصطفى يوسف ، التجديد العربي (دور إقتصادي) ، عن موقع : www.arabrene.wal.info
- 4- الكواز أحمد ، أهم مقومات إستراتيجية التنمية للقرن الحادي والعشرين ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، عن موقع : www.arab.api.org/couveo23/c23 first.htm.
- 5- اللدوبي مصطفى يوسف ، التجديد العربي (دور إقتصادي) ، عن موقع : www.arabrene.wal.info
- 6- النجار أحمد منير ، الأسواق المالية ، عن الموقع : com/files/42016www.kantakji
- 7- النجار أحمد منير ، عولمة الأسواق المالية و آثارها على تنمية الدول النامية ، عن موقع : www.philadeelphia.edu.jo

- 8- بخيت حيدر نعمة ، نصر جمود مزيان ، سياسات التحرر المالي في البلدان العربية ، عن الموقع
www.obv.gov.viw/pdf/book6ab/07av.pdfjhvdo
- 9- خطاب سامي ، عبد الرؤوف ربابعة ، التحليل المالي وتقدير الأسهم ، هيئة الأوراق المالية و
 السلع ، الإمارات العربية المتحدة ، 2006 ، عن الموقع :
[Kantakji.com./figh/files/420160.](http://Kantakji.com./figh/files/420160)
- 10- حمد النيل عبد المنعم محمد الطيب ، العولمة و آثارها الاقتصادية على المصارف ، عن موقع
www.matoubecgerche.jeeran.com/abdelmounem.pdf
- 11- طلفاح أحمد ، الصحرير المالي ، المعهد العربي للتحطيط بالكويت ، عن الموقع:
www.arab.ap.org/couvse23/PDF
- 12- طلفاح أحمد ، المؤشرات الكمية لتقدير أداء القطاع المالي العربي ، عن موقع
www.arab.ap.org/covvbe23/pdf:
- 13- درءهادي يوسف الراوي ، التجديد العربي (دور إقتصادي) ، عن موقع :
wal.infowww.arabenc
- 14- مصطفى عبد اللطيف ، تحديات العولمة المالية ، عن موقع :
www.ierpidia.com/arab/wp-content/uploads/badr-cu34.bdr.org/t1270-topic
- 15- نعيمة برودي ، عبد القادر بلعربي ، تيار عولمة الأسواق المالية ، عن موقع : 34
ibda3.org/t1270-topic
- 16- خالص صالح ، تقسيم كفاءة الأداء في القطاع المصرفي ، عن
 موقع.
www.scribd.com/badr-cu34.bdr.org/t1270-topic

ثانياً: باللغة الأجنبية.

- 1- MOHAMED JABER CHEBI . EXISTE-T-IL UN LIEN ENTRE LA LIBERALIZATION -1 FINANCIER ET LES CRIS BANCAIRES DANS LES PAYS EMERGENT , RHP : WWW.DOUPHINE.FR/euriscie
- 2- Saousane ben gamra , liberalisation financiere et crises bancaires dans les pays emergents
www.univ-paris13.fr/CEPN/Ben_gamra.PDF

الملخص:

تناولنا في هذه الدراسة سياسة التحرير المالي ومتطلبات زيادة كفاءة الأسواق المالية ، مع إدراج السوق المالي المصري كنموذج عن كفاءة الأسواق المالية العربية في ظل هذه السياسة ، حيث توصلنا إلى أن التحرير المالي يمكن أن يساهم في تحسين و زيادة كفاءة الأسواق المالية ولكن لنجاح ذلك يتطلب توفر شروط و إصلاحات أساسية يجب القيام بها ، كما ترافق هذه السياسة العديد من الآثار السلبية كالازمات المالية و التي تعد أكبر مهدد لزعزعة استقرار و كفاءة الأسواق المالية .

ضمن هذا السياق إستفاد سوق رأس المال المصري من سياسات التحرير المالي ، من خلال جملة التطورات التي شهدتها بيته الأساسية خاصة تلك المتعلقة بجانب الكفاءة فيه إلا أن هذه التطورات لم تكن كافية لترفع من مستوى الكفاءة به التي تبقى ضعيفة .

الكلمات المفتاحية:

التحرير المالي ، كفاءة الأسواق المالية ، السوق التقدي ، سياسات الكبح المالي ، الكفاءة المصرفية، السوق المالي المصري، الأسواق المالية العربية.

Résumé :

Nous avons traité dans cette étude la politique de libéralisation financière ، et les exigences d'accroître l'efficacité des marchés financiers ،avec l'inclusion du marché financier de l'Egypte comme un cas d'efficacité des marchés arabes sous cette politique .

a fin de cette étude nous avons déterminé que la libéralisation financière peut améliorer l'efficacité des marchés financiers ،mais le succès de ce résultat accordé des condition et des réformes fondamentales doit être réaliser ،mais cette politique pèt contient des effets négatif ،comme les crisser financières qui la grande menace de déstabiliser la stabilité et l'efficacité des marchés financiers .

enfin ،les marchés des capitaux égyptiennes a améliorer de la libéralisation financière par le développement de la structure principale qui est relative à l'efficacité dans ce marché ،sauf que c'est développements non pas suffis a enlever le niveau d'efficacité qui reste faible dans ce marché .

Mots – clés : *

libéralisation financière ; l'efficacité des marchés financiers ، le marché maunitaire ، les politique de freinage financeras ، l'efficacité bancaire ، le marché financier de l'Egypte les marchés financiers arabes .